



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA

FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Instrumentos de apoyo para la financiación de las pymes

Trabajo Fin de Grado

Alumno:

Manuel Ríos Vinaixa

Tutor:

D. Baldomero Segura García del Río

Valencia, Septiembre 2014

RESUMEN

La pequeña y mediana empresa representa un sector empresarial clave para el desarrollo de nuestra economía. El objetivo de este trabajo es analizar la situación que viven estas empresas con respecto a su financiación externa. Para ello, después de estudiar la naturaleza de sus problemas financieros, se exponen una serie de instrumentos que se encuentran disponibles para las pymes para obtener nuevos fondos a través de deuda o capital. Estos instrumentos pueden responder a formas tradicionales de financiación, relacionadas principalmente con el sector bancario, o a otras formas que se están asentando como alternativa de financiación para las pymes, como es el caso del capital riesgo.

Palabras clave: pymes, financiación, acceso al crédito, instrumentos alternativos, instrumentos tradicionales

RESUM

La petita i mitjana empresa representa un sector empresarial clau per al desenvolupament de la nostra economia. L'objectiu d'aquest treball és analitzar la situació que viuen aquestes empreses respecte del seu finançament extern. Per això, després d'estudiar la naturalesa dels seus problemes financers, s'exposen una sèrie d'instruments que es troben disponibles per a obtindre nous fons mitjançant deute o capital. Estos instruments poden respondre a formes tradicionals de finançament, relacionades principalment amb el sector bancari, o amb altres formes que s'estan assentant com a alternativa de finançament pera les pimes, com és el cas del capital risc.

Paraules clau: pimes, finançament, accés al credit, instruments, alternatives, instruments tradicionals

ABSTRACT

Small and Medium enterprises play a key role in the development of our economy. The aim of this paper is to discuss the external financing process of this business sector. After discussing the main causes of SME's financial gap, different financial instruments that could address financing needs of these enterprises are presented. These instruments are divided into two groups: traditional instruments most related with lending institutions and alternative financing instruments, such as venture capital, that are enhancing their relevance in recent years.

Key words: SMEs, financing, funding problems, traditional instruments, alternative instruments

Tabla de contenido

Introducción.....	4
1-Importancia de la pyme en el tejido empresarial español	6
1.1-Concepto pyme.....	6
1.2- Situación de la pyme en el panorama nacional	10
1.3- Análisis sectorial de la pyme en España	17
2-Análisis teórico de la problemática financiera de la pyme.....	20
2.1- Evolución de la literatura financiera relacionada con el problema de financiación empresarial.....	21
2.2-Factores explicativos de la problemática financiera de la pyme	28
2.2.1.1-Factores ambientales relativas al sector de actividad.....	29
2.2.1.2-Factores ambientales relativos al sistema financiero	30
2.2.2.1-Factores internos relativos a la propia empresa	31
2.2.2.2- Factores internos relacionados con el proyecto a financiar.....	33
3- La financiación tradicional de las pymes en España.....	34
3.1-Análisis de la situación crediticia para las pymes en España.....	35
3.2-Instrumentos de financiación tradicional de la pyme	39
3.3-Mecanismos públicos de ayuda para el acceso de las pymes al mercado de crédito	45
4-Instrumentos de financiación alternativa para la pyme	55
4.1-Préstamos participativos.....	56
4.2-Capital Riesgo	60
4.3-Business Angels	70
4.4-MAB.....	72
4.5-MARF	76
Conclusión.....	78
Bibliografía.....	81

Introducción

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) constituyen la mayor parte del tejido empresarial en los países desarrollados y se consideran esenciales para el mantenimiento del empleo y el crecimiento económico, de hecho la mayoría de los programas de incentivación económica y crecimiento del empleo prestan especial atención al desarrollo de estas empresas; en todos estos programas siempre existe un amplio capítulo dedicado a la financiación de las mismas.

La financiación de la pyme es un tema que ha sido ampliamente debatido durante largo años, y que hoy es objeto de un continuo seguimiento de la literatura especializada. En todos y cada uno de los trabajos analizados, se pone de relieve que la pequeña y mediana empresa constituye un factor fundamental para lograr un crecimiento económico sostenido a través de la creación de empleo y de la innovación. Para lograr su crecimiento, un factor fundamental es que las pymes dispongan de instrumentos adecuados de financiación en cada etapa de su desarrollo. Esto es lo que motiva que, aunque el contexto actual de crisis económica no sea el más favorable, desde las entidades públicas se continúen desarrollando programas de apoyo a la financiación en este tipo de empresas.

Es innegable, que debido al tamaño, este segmento empresarial se enfrenta a diferentes obstáculos para su desarrollo. Uno de los principales obstáculos a los que debe hacer frente la pyme es el acceso a los mercados financieros, principalmente para obtener financiación a largo plazo. Este problema, que se ve intensificado en las regiones menos desarrolladas, limita en este tipo de empresas sus capacidades de inversión y crecimiento.

Partiendo de los modelos explicativos del comportamiento financiero de la empresa nos hemos planteado como objetivo del presente trabajo el análisis teórico de los problemas de financiación a los que se enfrenta la pequeña y mediana empresa y en el estudio de los distintos instrumentos financieros, públicos y privados, que se han ido desarrollando para hacer frente a dichos problemas, de forma que pueden servirles de apoyo para acceder a una financiación eficaz.

Para alcanzar nuestro objetivo hemos estructurado el trabajo en cuatro apartados:

En primer lugar nos centraremos en el concepto de pyme y los diferentes segmentos que se integran en el mismo y situamos las pequeñas y medianas empresas en el contexto de la economía española, analizando el papel que desempeñan en el tejido empresarial nacional, tanto a nivel territorial como en los diferentes sectores de actividad económica.

En la segunda parte del trabajo analizamos la literatura científica relativa al comportamiento financiero de la pyme frente al descrito por los modelos financieros teóricos, incluyendo un estudio de los principales factores internos y externos que originan los problemas de la pyme para acceder a financiación.

En la tercera parte presentamos los distintos instrumentos de financiación externa utilizados tradicionalmente por las pymes para financiar sus actividades. Esta financiación tradicional está muy relacionada con los operadores bancarios, por lo que también se procederá a un análisis de la situación actual crediticia con la que conviven actualmente estas empresas. También se desarrollaran las diferentes medidas para facilitar el crédito a las pymes que están siendo impulsadas en los últimos años por las instituciones públicas.

En la cuarta y última parte del trabajo, se exponen los principales instrumentos de financiación externa alternativa que están disponibles para las pymes. Estos instrumentos están evolucionando favorablemente en estos últimos años, ya que la situación económica actual está obligando a cambiar la cultura financiera de las empresas. Desde la Administración pública se están impulsando muchas medidas para desarrollar estos instrumentos, y algunas de las más relevantes serán explicadas en esta parte. También en esta parte, se exponen algunos casos de empresas que han sido financiadas por estos instrumentos y se valora su impacto en la actividad de la empresa.

1-Importancia de la pyme en el tejido empresarial español

1.1-Concepto pyme

La palabra pyme, como acrónimo de pequeña y mediana empresa es de uso generalizado, tanto que se incluye en el diccionario de la Real Academia Española, definiéndola como una empresa mercantil, industrial, etc., compuesta por un número reducido de trabajadores, y con un moderado volumen de facturación.

Cuando se analiza la problemática financiera de la pyme, uno de los primeros problemas que aparece es establecer claramente las empresas que podemos incluir bajo este término. Es común que en países desarrollados, y en economías en desarrollo, tanto a nivel institucional como a nivel académico, se utilicen distintas variables económicas y contables para fijar los criterios de inclusión.

Aclarar este concepto y establecer unos límites comprobables y coherentes con la estructura de los mercados, es un paso fundamental para que las políticas diseñadas y mecanismos establecidos para ayudar a este tipo de empresas sean más eficientes, y puedan ser asignados exclusivamente a aquellas empresas que cumplan los requisitos establecidos. (Comisión Europea, 2006)

Por otro lado, formalizar estos requisitos dentro de una normativa común tiene una gran importancia para dirigir estudios e investigaciones hacia una población empresarial homogénea.

En esa dirección la UE aprobó el 6 de mayo de 2003, la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas. Esta definición está vigente desde el 1 de enero de 2005.

Esta recomendación pretende establecer una definición común, para así, mejorar la coherencia y competitividad de las medidas comunitarias a favor de la pyme, y reducir las distorsiones de la competencia. Los principales objetivos que se ha marcado la CE son actualizar los umbrales existentes, promover las microempresas, mejorar el acceso al capital, fomentar la innovación y el acceso a I+D, y tener en cuenta las nuevas relaciones existentes entre empresas.

Actualmente, las microempresas, y las medianas y pequeñas empresas ocupan un papel central en la economía europea. Dentro de la UE ampliada a 25 países, existen 23 millones de pymes que aportan 75 millones de puestos de trabajo y representan el 99% del total de empresas. Por ello una de las prioridades de la Comisión Europea para promover el crecimiento económico, la creación de empleo, y la cohesión económica y social es apoyar a la pyme (Comisión Europea, 2006)

En este sentido, es de suma importancia unificar la definición de la pyme a escala europea, para poder coordinar correctamente la constante interacción que existe entre las medidas comunitarias y nacionales de apoyo a la pyme en los diferentes ámbitos, como por ejemplo el desarrollo regional y la financiación de la investigación.

Además, esta nueva recomendación refleja la evolución económica que ha experimentado la situación económica general desde 1996, fecha de la anterior definición existente, e incorpora umbrales específicos para la microempresa, cada vez más importante en el ámbito europeo.

La siguiente tabla muestra los nuevos umbrales establecidos para la categorización de cada empresa según su tamaño. También se pueden observar en comparación, los umbrales establecidos que habían sido previamente aceptados en la Recomendación de 1996.

Tabla 1: Umbrales establecidos en las Recomendaciones de 1996 y de 2003

Categoría de empresa	Recomendación de 1996			Recomendación de 2003		
	Cálculo de plantilla: Unidades de trabajo anual (UTA)	Volumén de negocios anual	Balance general anual	Cálculo de plantilla: Unidades de trabajo anual (UTA)	Volumén de negocios anual	Balance general anual
Mediana	<250	<=40 m€	<=27 m€	<250	<=50 m€	<=43 m€
Pequeña	<50	<=7 m€	<=5 m€	<50	<=10 m€	<=10 m€
Microempresa	<10			<10	<=2 m€	<=2 m€

Fuente: Elaboración propia con datos del informe “La nueva Definición de PYME” publicado por la Comisión Europea en 2006

Es importante destacar que así como el criterio de UTA debe ser cumplido con obligatoriedad, la empresa puede optar por cumplir uno de los dos criterios restantes (Cifra de Negocio y Volumen de Activos), sin perder la condición de pyme.

A su vez en esta nueva Recomendación del término pyme de 2003 se diferencian tres tipos de empresas: empresa autónoma, empresa asociada y empresa vinculada. Es importante conocer en que categoría se encuentra cada empresa, ya que en cada caso el cálculo de los datos es realizado de una forma diferente.

En el caso de las empresas autónomas, que son las más numerosas, el cálculo de sus datos se debe realizar únicamente observando sus cuentas anuales para ver si se encuentra dentro de los umbrales citados en la Tabla 1.

Según la Comisión Europea en su publicación “La nueva definición de la PYME”, los requisitos que debe cumplir una empresa para ser considerada como autónoma son los siguientes:

- La empresa es totalmente independiente, es decir, no tiene participación en otras empresas y ninguna empresa tiene participación en ella.
- La empresa tiene una participación inferior al 25 % del capital o de los derechos de voto en una o más empresas y no hay terceras empresas que tengan intereses de más del 25 % del capital o de los derechos de voto (en este caso se debe considerar el mayor de los dos criterios).

Existen algunas excepciones en las que no es necesario cumplir los requisitos anteriores para ser considerado una empresa autónoma. Este es el caso de las sociedades públicas de participación, sociedades de capital riesgo, universidades y centros de investigación sin fines lucrativos, inversores institucionales y autoridades locales autónomas, siempre que estas últimas tengan un presupuesto menor de 10 millones de euros y una población que sea inferior a los 5000 habitantes.

Por su parte, las empresas asociadas deben acumular los datos de la empresa junto a los datos de aquellas empresas con las que estén asociadas para el cálculo de los parámetros

a utilizar. Según el informe de la CE, se considera que una empresa se encuentra asociada a otra empresa en los siguientes casos:

- Si posee una participación entre el 25% y 50% de la otra.
- Si la otra empresa posee una participación entre el 25% y 50% de la primera.
- La primera no tiene cuentas consolidadas en las que figure la otra y no figura por consolidación en las cuentas de aquella o de una empresa vinculada a aquella.

El último tipo de empresas a los que se refiere la Comisión Europea (CE) son las empresas vinculadas. Este tipo de empresas debe añadir a los datos que aparecen en sus Cuentas Anuales, el 100% de los datos de la empresa a las que está vinculada.

En este caso, el informe de la CE establece que para evitar problemas de interpretación, una empresa sabe que se encuentra vinculada cuando está obligada, con arreglo a la Directiva 83/349/CEE, a tener cuentas consolidadas o si figura por consolidación en las cuentas de una empresa obligada a tener tales cuentas. (Ministerio de Industria, Energía y Turismo, 2006)

Por último, para cerrar este apartado en el que se trata de aclarar a que nos referimos con el término pyme, se muestra una tabla en la que aparecen resumidos distintos criterios utilizados por algunos países y organismos de carácter internacional.

Tabla 2: Criterios utilizados en otros países para definir la pyme

Países o regiones	Criterios de clasificación												Criterios combinados
	Número de trabajadores (1)				Ingresos anuales (2)				Activos – Balance General (3)				
	Mi	Pe	Me	Gr	Mi	Pe	Me	Gr	Mi	Pe	Me	Gr	
Banco Mundial	< 10	< 50	<300	>300	Millones de dólares				Millones de dólares				Cumplir 2 criterios
					<0,1	< 3	< 15	> 15	< 0,1	< 3	< 15	> 15	
Unión Europea	<10	<50	<250	>250	Millones de euros				Millones de euros				(1)+ (2) ó (3)
					< 2	< 10	< 50	< 50	< 2	< 10	< 43	< 43	
Estados Unidos (manufactura)	Pequeñas empresas				-				-				-
	< 500				>500								
Argentina (manufactura)	-				Millones de pesos				-				-
					<0,5	< 3	< 24	> 24					
México (manufactura)	< 30	<100	<500	> 500	-				-				-
Colombia	< 10	< 50	<200	> 200	-				Miles de salarios mínimos				-
									<0,5	< 5	< 30	> 30	
Venezuela INE	< 5	< 20	<100	>100	-				-				-
Venezuela Legislación	< 50				<100				> 100				Cumplir 2 criterios
					Ingresos en unidades tributarias (miles)				-				
					<100				<250				>250

Notas: Mi = microempresa; Pe = pequeña empresa; Me = mediana empresa; Gr = empresa grande.

Fuente: Informe “Metodología para el análisis de la gestión financiera en Pymes” (Vera Colina, 2011)

1.2- Situación de la pyme en el panorama nacional

Para analizar la situación actual de la pyme en la economía española, así como su importancia dentro del tejido empresarial nacional nos basaremos en la información procedente del Directorio Central de Empresas (DIRCE) y del Instituto Nacional de Estadística (INE), que sirven de apoyo para estudiar el estado actual y evolución de este tipo de empresas.

Si partimos del número de empresas que componen nuestro tejido empresarial, según el DIRCE con datos del 1 de enero de 2013, en España existen 3.142.298 empresas de las cuales 3.139.106 son pyme. Esto significa que el 99,88% de nuestras empresas son pyme y representa el primer indicador de la gran importancia que tiene la pyme dentro de la economía española.

Otros criterios que hemos utilizado para analizar la situación de la pyme a nivel nacional son su tamaño, condición jurídica y su contribución al empleo, pero también se han atendido otros aspectos como su productividad y la creación de empresas.

En la siguiente tabla aparece la distribución de las empresas españolas según su tamaño a 1 de enero de 2013, y su evolución respecto al año anterior.

Tabla 3: Distribución empresas españolas según su tamaño y variación interanual

Tamaño	NºEmpresas	Variaciones sobre el año anterior	
		Absolutas	Relativas
Sin asalariados	1.680.361	-82.759	-4,69%
De 1 a 9 asalariados	1.326.618	40.031	3,11%
De 10 a 50 asalariados	113.148	-8.453	-6,95%
De 50 a 249 asalariados	18.979	-1.129	-5,61%
TOTAL PYME	3.139.106	-52.310	-1,64%
De 250 y más asalariados	3.822	28	0,74%

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Energía y Turismo “Estadísticas PYME 2014” (Datos 2012)

Se puede ver como dentro de la pyme, todos los grupos se encuentran en una tendencia negativa de reducción del número de empresas, con la excepción de las microempresas de 1 a 9 asalariados que a lo largo del año 2012 han aumentado en un 3,11%.

Si se compara los datos de España con los de la UE (Tabla 4) se puede encontrar una diferencia significativa en el peso de la microempresa dentro del tejido empresarial total. En España este grupo represente un 95,7% del total de empresas, mientras que en el global de la UE la microempresa representa un peso menor, con un 92,1% del total de las empresas. Por su parte el peso de la pequeña empresa es menor en España con un 3,6 %, respecto al 6,6 % del total de empresas que representan en la UE.

Tabla 4: Comparación de distribución de empresas españolas según su tamaño respecto al total de la UE

	Sin asalariados	Microempresas (1-9)	Pequeñas (10-49)	Medianas (50-249)	Total Pymes	Grandes (+250)	Nº Total Empresas
ESPAÑA(TOTAL)	1.680.361	1.326.618	113.148	18.979	3.139.106	3.822	3.142.928
ESPAÑA (%)	53,50%	42,20%	3,60%	0,60%	99,90%	0,10%	100,00%
UE-27 (%)	92,10%		6,60%	1,10%	99,80%	0,20%	100,00%

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Energía y Turismo “Retrato de la PYME 2014” (Datos 2012)

Por su parte, los datos de la distribución de las empresas españolas según su tamaño en cada Comunidad Autónoma (Tabla 5), muestran que entre Andalucía, Cataluña, Comunidad Valenciana y Madrid acumulan 1.881.127 empresas, que representan un 60,0% del total de la pyme en España

Tabla 5: Distribución empresas según tamaño por Comunidades Autónomas

COM. AUTÓNOMA	Sin asalariados	Microempresas (1-9)	Pequeñas (10-49)	Medianas (50-249)	Total Pymes	Grandes (+250)	Nº Total Empresas
ANDALUCÍA	246.724	207.418	14.742	2.018	470.902	323	471.225
ARAGÓN	45.103	38.706	3.488	547	87.844	83	87.927
ASTURIAS	34.808	29.343	2.237	331	66.719	52	66.771
BALEARES	44.793	36.853	2.787	406	84.839	76	84.915
CANARIAS	68.698	55.176	4.620	803	129.297	120	129.417
CANTABRIA	18.778	16.799	1.309	193	37.079	37	37.116
CASTILLA Y LEÓN	84.989	70.890	5.319	704	161.902	108	162.010
CASTILLA LA MANCHA	64.506	55.190	4.028	469	124.193	52	124.245
CATALUÑA	319.307	233.585	22.440	4.109	579.441	809	580.250
COM. VALENCIANA	178.354	144.791	11.574	1.807	336.526	311	336.837
EXTREMADURA	33.466	27.611	1.919	253	63.249	25	63.274
GALICIA	98.678	86.725	6.285	931	192.619	155	192.774
LA RIOJA	11.262	9.868	979	132	22.241	15	22.256
MADRID	284.755	186.599	18.800	4.104	494.258	1.278	495.536
MURCIA	44.348	38.797	3.267	496	86.908	75	86.983
NAVARRA	21.430	16.939	1.936	381	40.686	73	40.759
PAÍS VASCO	76.540	68.071	7.142	1.265	153.018	228	153.246
CEUTA Y MELILLA	3.822	3.257	276	30	7.385	2	7.387
TOTAL ESPAÑA	1.680.361	1.326.618	113.148	18.979	3.139.106	3.822	3.142.928

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Energía y Turismo “Estadísticas PYME 2014” (Datos 1-1-13)

En el siguiente gráfico podemos observar cómo ha evolucionado en los últimos años la importancia de cada categoría de empresas según su tamaño. El cambio más significativo es el aumento de microempresas en detrimento del resto de categorías.

Gráfico 1: Evolución del peso de cada categoría sobre el total de empresas



Fuente: "Informe sobre la PYME 2012 con datos del DIRCE 2005-2012"

Atendiendo a su naturaleza jurídica hemos resumido (tablas 6 y 7) la titularidad de las empresas españolas según los diferentes estratos de tamaño, tanto en términos relativos como en términos absolutos. Es de destacar que como consecuencia de la crisis económica la reducción en el número de empresas afectó por igual a todas las formas jurídicas, a excepción de la sociedad limitada que aumento su presencia en 1.644 empresas, probablemente más por reconversión de otras formas jurídicas que por creación de nuevas empresas

Tabla 6: Distribución en términos absolutos de empresas españolas según su condición jurídica

	Total	Micro sin asalariados	Micro 1-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 250-249	Grandes 250 y más
Persona Física	1.619.011	1.091.433	522.609	4.969	0	1.619.011	0
Sociedad Anónima	95.993	27.045	38.753	21.613	6.770	94.181	1.812
Sociedad Limitada	1.123.172	401.617	637.378	74.330	8.605	1.121.930	1.242
Otras Formas Jurídicas	304.752	160.266	127.878	12.236	3.604	303.984	768
Total	3.142.928	1.680.361	1.326.618	113.148	18.979	3.139.106	3.822

Fuente: Elaboración propia con datos del INE y DIRCE "Retrato de la PYME 2014" (Datos 2012)

Tabla 7: Distribución en términos relativos de empresas españolas según su condición jurídica

	Total	Micro sin asalariados	Micro 1-9	Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 10-249	Grandes 250 y más
Persona Física	51,5%	65,0%	39,4%	4,4%	0,0%	51,6%	0,0%
Sociedad Anónima	3,1%	1,6%	2,9%	19,1%	35,7%	3,0%	47,4%
Sociedad Limitada	35,7%	23,9%	48,0%	65,7%	45,3%	35,7%	32,5%
Otras Formas Jurídicas	9,7%	9,5%	9,6%	10,8%	19,0%	9,7%	20,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Elaboración propia con datos del INE y DIRCE “Retrato de la PYME 2014” (Datos 2012)

Bajo la denominación de “Otras Formas Jurídicas” en las tablas anteriores se hace referencia a formas minoritarias mercantiles, como la sociedad colectiva o la sociedad comanditaria, y a cooperativas, asociaciones y organismos autónomos y otros tipos de titularidad empresarial previstos en el ordenamiento jurídico.

En las empresas sin asalariados, la forma jurídica predominante es la persona física, con un 51,5% del total. Este tipo de empresa es conocida en las clasificaciones estadísticas como empresa autónoma, empresario autónomo o profesional autónomo.

Por su parte, en las empresas con asalariados destaca la sociedad limitada como forma más predominante en la microempresa (48%), pequeña (65,7%) y mediana empresa (45,3 %), representado un 35,7% del total de las pyme. La sociedad anónima es la forma que destaca en las empresas grandes a partir de 250 trabajadores, con un 47,4% del total.

En relación al peso que tiene cada forma jurídica en las distintas comunidades autónomas (Tabla 8) se pueden observar varios datos interesantes.

En primer lugar, las microempresas sin asalariados (persona física) tienen un peso mayor en las Comunidades de Ceuta y Melilla, Extremadura y el Principado de Asturias, con más de un 60 % respecto al total de empresas en todas ellas.

En segundo lugar, la sociedad limitada, tiene una mayor representación en la Comunidad de Madrid y en la Comunidad Valenciana, alcanzando casi el 40 % del total de empresas con esta forma jurídica.

Si atendemos a la categoría de sociedad anónima, las Comunidades autónomas en las que aparece más representada esta forma jurídica son Madrid, que casi duplica la media nacional, además de Cataluña y País Vasco con valores cercanos al 4%.

En el caso de las formas jurídicas minoritarias (Cooperativas, Comunidad de bienes y Otras) llama la atención la presencia de un porcentaje de cooperativas bastante superior a la media en la Región de Murcia y en Extremadura; y de la presencia de más del 6% de comunidades de bienes en Islas Baleares, Principado de Asturias y Comunidad Foral de Navarra cuando la media de España se sitúa en el 3,47%.

Tabla 8: Distribución de empresas según condiciones jurídicas por Comunidades Autónomas

COM. AUTÓNOMA	Persona Física	Sociedad Anónima	Sociedad Limitada	Comunidad de Bienes	Sociedad Cooperativa	Otras Formas Jurídicas	Total empresas
ANDALUCÍA	56,31	1,75	33,56	2,40	0,93	5,05	471.225
ARAGÓN	49,02	3,08	33,28	2,51	0,96	11,15	87.927
ASTURIAS	60,13	2,59	26,36	6,97	0,38	3,57	66.771
BALEARES	48,82	3,17	37,54	6,65	0,20	3,62	84.915
CANARIAS	54,54	2,06	36,74	1,99	0,38	4,29	129.417
CANTABRIA	58,67	2,30	27,19	1,84	0,25	9,75	37.116
CASTILLA Y LEÓN	56,46	2,36	29,97	5,30	0,67	5,24	162.010
CASTILLA LA MANCHA	54,18	2,04	34,96	4,91	1,05	2,86	124.245
CATALUÑA	49,13	3,72	35,61	2,68	0,55	8,31	580.250
COM. VALENCIANA	51,18	1,84	38,24	4,41	0,65	3,68	336.837
EXTREMADURA	60,52	1,82	25,89	5,38	1,14	5,26	63.274
GALICIA	55,11	1,78	33,45	3,06	0,47	6,13	192.774
LA RIOJA	50,68	3,40	29,30	3,53	0,72	12,37	22.256
MADRID	41,61	5,79	44,85	2,61	0,38	4,76	495.536
MURCIA	52,51	1,86	36,42	4,33	1,63	3,25	86.983
NAVARRA	49,88	3,50	33,49	6,17	0,93	6,03	40.759
PAÍS VASCO	57,17	3,74	28,98	4,67	0,89	4,55	153.246
CEUTA Y MELILLA	63,98	2,49	25,19	4,01	0,77	3,56	7.387
ESPAÑA	51,51	3,05	35,75	3,47	0,67	5,57	3.142.928

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Energía y Turismo “Estadísticas PYME 2014” (Datos 1-1-13)

Otra forma de considerar el peso de la pyme en la economía es su participación en el empleo generado. En España la pyme genera el 62,8 % del total de los puestos de trabajo, dato que refleja su importancia en la economía española. Sin embargo, en comparación con los datos para 2013 este porcentaje es algo inferior a los de la UE, donde las pyme representan el 66,6% del total del empleo generado por las empresas, como se puede ver en la Tabla 9.

Tabla 9: Comparación de la aportación al empleo de las empresas españolas con respecto al total de la UE

	Microempresas(0-9)	Pequeñas (10-49)	Medianas (50-249)	Total Pymes	Grandes (+250)	Nº Total Empresas
ESPAÑA(TOTAL)	4.090.402	2.356.800	2.057.700	8.504.902	5.029.600	13.534.502
ESPAÑA (%)	30,2%	17,4%	15,2%	62,8%	37,2%	100,0%
UE-27 (%)	28,8%	20,4%	17,4%	66,6%	33,4%	100,0%

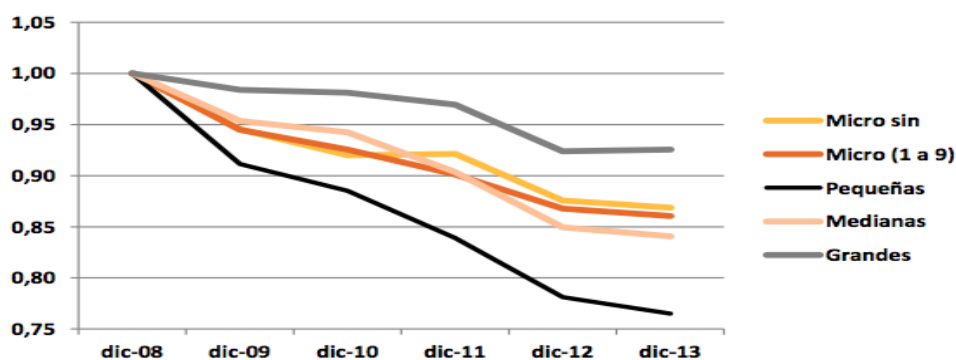
Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Energía y Turismo “Retrato de la PYME 2014” (Datos 2012)

Como se observa en la tabla la microempresa tiene una mayor contribución al empleo en España que en el total de la UE. Pero, en el caso de la pequeña y la mediana empresa española su aportación a la generación de empleo es mejor que en el total de la UE, siendo más significativo el caso de la pequeña empresa donde hay una diferencia del 3%.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del empleo en España dependiendo del tamaño de la empresa. En él se puede observar como la pequeña empresa ha sido la más afectada en la reducción de empleo durante el periodo de crisis económica desde 2008 hasta 2013. En esos años, la pequeña empresa vio reducido el número de empleados en un 23, 5%, la mediana empresa un 16% y la microempresa en torno al 14%.

También se puede observar en el gráfico como la disminución de empleo en las pyme en 2013 ha sido menos acentuada que en los años anteriores. En términos relativos en 2013 se vieron reducidos el 1,3% de los puestos de trabajo, mientras que en 2012 la pérdida de empleo fue del 5,4%.

Gráfico 2: Variación del empleo 2008-2013 en las empresas españolas según su tamaño

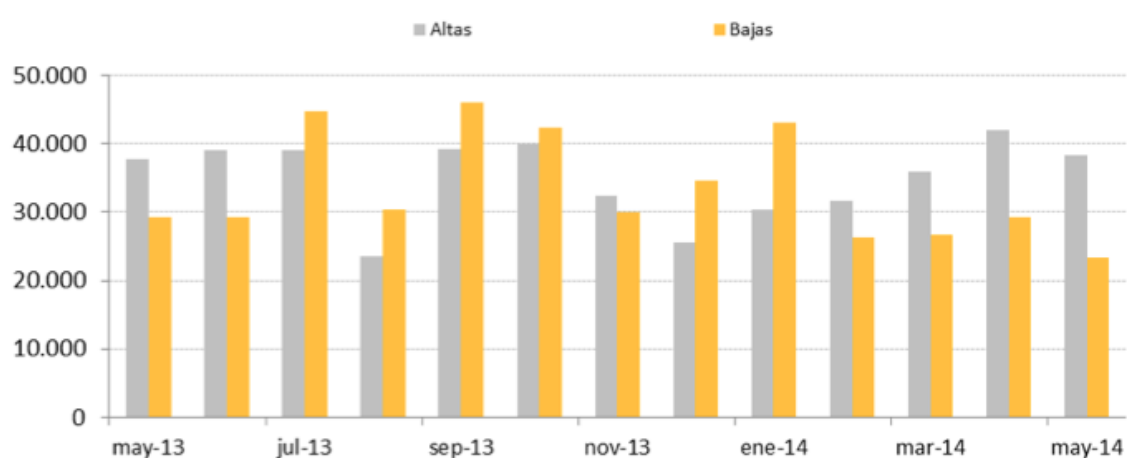


Fuente: “Retrato de la PYME 2014” con datos del Ministerio de Empleo y SS (Valor 1= Dic 08)

La situación en 2014 está mejorando con respecto a la generación de empleo. En Mayo de 2014, el incremento del empleo en la pyme ha sido del 2,10 %, lo que se traduce en 147.800 trabajadores nuevos.

La creación de empresas también se puede considerar un buen indicador del estado de la pyme española.

Gráfico 3: Evolución 2013-2014 de altas y bajas de empresas en España



Fuente: Informe “Cifras Mayo 2014” con datos del Ministerio de Empleo y de SS

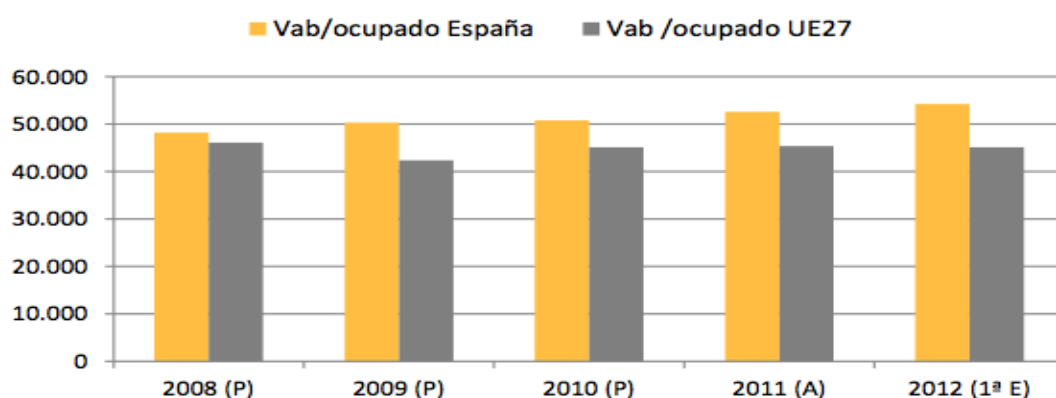
En el gráfico anterior se puede ver la evolución de las empresas dadas de alta y baja durante el periodo comprendido entre mayo de 2013 y mayo de 2014.

Es apreciable el cambio de tendencia que ocurre en 2013, cuando en mayo el balance de creación de empresas es positivo y a partir de julio comienzan un periodo en el que el balance es negativo en todo el año, salvo en noviembre. En 2014, durante los primeros meses encontramos una situación en el que la creación de empresas está siendo positiva, según los últimos datos.

El último factor que vamos a considerar dentro de este análisis de la pyme a nivel nacional, es la productividad de las empresas. Para medir la productividad se utiliza como magnitud el valor añadido bruto por persona ocupada dentro de la economía española.

En el siguiente gráfico se puede ver la comparación de la productividad en España con la de los 27 países que forman la Unión Europea en el periodo comprendido entre 2008 y 2012. Hay que destacar que en todos los ejercicios la productividad en España supera a la de la UE. En términos absolutos, en 2012 el Valor añadido Bruto por trabajador en España fue de 54.251 euros, mientras que la productividad en la UE, según la Comisión Europea se situó en 45.109 euros.

Gráfico 4: Comparación 2013-2014 de la productividad de las empresas españolas en comparación con la productividad media de la UE



Fuente: Informe “Cifras Mayo 2014” con datos del Ministerio de Empleo y de SS

1.3- Análisis sectorial de la PYME en España

A partir de las estadísticas oficiales del Ministerio de Industria, Energía y Turismo se puede analizar participación de las pequeñas y medianas empresas entre los principales sectores del tejido productivo, tanto a nivel nacional como autonómico. Para llevar a cabo este análisis las empresas se han distribuido en cuatro subgrupos que diferencian entre empresas de carácter industrial, empresas especializadas en la construcción, empresas de carácter comercial y el resto de servicios. Este último grupo incluye 5 sectores diferentes que son: Transporte y Almacenamiento; Hostelería; Información y Comunicación; Actividades Profesionales, Científicas y Técnicas; y Actividades Administrativas y Servicios Auxiliares.

Tabla 10: Distribución sectorial empresas en España y variación interanual

SECTOR	Nº Empresas	Variación anual absoluta	Variación anual relativa
INDUSTRIA	205.682	-8.555	-3,99%
CONSTRUCCIÓN	426.255	-36.465	-7,68%
COMERCIO	764.476	-8.039	-1,04%
RESTO SERVICIOS	1.746.515	777	0,04%
TOTAL EMPRESAS	3.142.928	-52.282	-1,64%

Fuente: Informe “Estadísticas PYME 2014” con datos del DIRCE (1-1-13)

La tabla 10 muestra el número de empresas que pertenecen a cada sector en España, así como la variación que se ha producido tanto términos relativos como absolutos. Los datos de principios de 2013, muestran como existía una tendencia decreciente del número de empresas, excepto en el grupo “Resto de servicios”. Además este grupo, que incluye varios sectores, es el que más empresas concentra con más de 1,7 millones de empresas, seguido de las empresas que se dedican al comercio. Si atendemos al sector de la construcción, vemos que sigue estando muy afectado por las consecuencias de la crisis económica, con el mayor número de empresas destruidas tanto si nos referimos a valores absolutos como relativos.

Tabla 11: Distribución de las empresas en España según tamaño y sector de actividad

SECTOR	Sin asalariados	Microempresas (1-9)	Pequeñas (10-49)	Medianas (50-249)	Total Pymes	Grandes (+250)
INDUSTRIA	37,6%	48,0%	11,8%	2,2%	99,6%	0,4%
CONSTRUCCIÓN	59,4%	37,1%	3,2%	0,3%	99,9%	0,0%
COMERCIO	49,7%	47,1%	2,7%	0,4%	99,9%	0,1%
RESTO DE SERVICIOS	55,5%	40,6%	3,1%	0,6%	99,9%	0,1%
TOTAL	53,5%	42,2%	3,6%	0,6%	99,9%	0,1%

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Energía y Turismo “Retrato de la PYME 2014” (Datos 2012)

En la tabla 11, se relaciona el tamaño de las empresas con el sector al que estas pertenecen. Un dato que podemos destacar es que el sector industrial es el único en el que no predominan las empresas autónomas o sin asalariados (37,6%), sino que representan un mayor volumen las microempresas de 1 a 9 trabajadores (48%). Además en este sector las empresas pequeñas y medianas tienen mayor peso que en los otros grupos, ya que en conjunto alcanzan un 14% del total de empresas industriales, mientras que en ningún otro sector alcanzan el 5%.

Tabla 12: Distribución de empresas según sector de actividad por Comunidades Autónomas

COM. AUTÓNOMA	INDUSTRIA	CONSTRUCCIÓN	COMERCIO	RESTO DE SERVICIOS	TOTAL
ANDALUCÍA	27.910	55.003	133.725	254.587	471.225
ARAGÓN	6.844	13.207	20.058	47.818	87.927
ASTURIAS	3.682	8.953	15.512	38.624	66.771
BALEARES	4.532	14.552	17.040	48.791	84.915
CANARIAS	5.224	14.662	32.893	76.638	129.417
CANTABRIA	2.135	5.706	8.587	20.688	37.116
CASTILLA Y LEÓN	12.213	25.660	40.739	83.398	162.010
CASTILLA LA MANCHA	12.589	20.542	33.643	57.471	124.245
CATALUÑA	37.942	77.220	130.136	334.952	580.250
COM. VALENCIANA	24.814	43.926	87.245	180.852	336.837
EXTREMADURA	4.961	8.748	19.525	30.040	63.274
GALICIA	12.962	30.123	50.095	99.594	192.774
LA RIOJA	2.493	3.215	5.542	11.006	22.256
MADRID	23.785	61.207	97.908	312.636	495.536
MURCIA	6.719	12.646	24.192	43.426	86.983
NAVARRA	3.869	6.263	9.565	21.062	40.759
PAÍS VASCO	12.860	23.991	34.875	81.520	153.246
CEUTA Y MELILLA	148	631	3.196	3.412	7.387

Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Energía y Turismo “Estadísticas PYME 2014” (Datos 1-1-13)

Por último, en los datos que se reúnen en la Tabla 12, encontramos la distribución sectorial de cada una de las 18 regiones que comprenden el total de nuestro territorio.

En el sector de la industria vemos como la Rioja y Castilla la Mancha son las regiones en las que existe un mayor peso de la industria respecto al total de sus empresas, superando el 10%, cuando la media nacional está en torno al 6,5%.

En el sector comercial, destaca el gran peso que tienen estas empresas en Ceuta y Melilla con un 43,27% del total, casi 20 puntos por encima de los valores de toda España.

En el sector de la construcción, destacan con una mayor representación las siguientes regiones: Illes Balears, Castilla y León y Cantabria con más del 15%.

El grupo sectorial “Resto de Servicios” destaca la Comunidad de Madrid con un peso superior al 60%, a pesar de que en valores absolutos tiene menos empresas que Cataluña.

2-Análisis teórico de la problemática financiera de la pyme

En el 2001, periodo en el que la economía estaba en expansión y todavía no había expectativas de crisis, una encuesta realizada sobre la pyme europea realizada por Exco&Grant reflejaba que el 20 % de estas empresas consideraban el acceso a la financiación uno de los principales problemas para su crecimiento. (Comisión de las CE, 2001)

En el caso de España el problema aún es más grave, y en el informe que ha publicado el Banco Central Europeo (BCE) en abril de 2014, se puede comprobar como el 45% de las pymes en nuestro país siguen considerando el problema de la financiación dentro de sus principales preocupaciones. (European Central Bank, 2014)

Descubrir las causas y conocer la naturaleza del racionamiento financiero que sufren estas empresas ha constituido los principales puntos de interés de la literatura financiera, dentro de sus investigaciones sobre la estructura de capital de la empresa.

A lo largo del siglo XX diferentes teorías se han ido desarrollando con el objetivo de determinar la influencia de la estructura de capital en el valor de mercado de las empresas, centrándose en la existencia o no de una estructura de capital óptima y del análisis de las distintas decisiones financieras que, en su caso, podrían conducir a alcanzarla.

El análisis de estas investigaciones va a centrar la atención en la primera parte de este capítulo, en la cual introduciremos brevemente las aportaciones de las principales teorías relacionadas con la estructura de capital de la empresa.

Comenzaremos la exposición explicando la que se considera el punto de partida de estas teorías, que es el enfoque tradicional de la estructura de capital y la teoría de la irrelevancia, propuesta por Modigliani y Miller. A continuación se presentan teorías relevantes como el Trade Off, el Pecking Order o las teorías de la agencia; haciendo mención especial a la información asimétrica, como elemento alrededor del cual, giran la mayor parte de los problemas de acceso a la financiación en las empresas de menor tamaño en la actualidad.

Posteriormente, en la segunda parte del capítulo se va a proceder al análisis, desde un enfoque teórico, de diferentes factores internos y externos que ayudan a explicar la problemática financiera de la pyme.

2.1- Evolución de la literatura financiera relacionada con el problema de financiación empresarial

2.1.1-Modigliani y Miller

Franco Modigliani y Merton H. Miller presentan en 1958 un trabajo que es considerado como el punto de partida de la teoría de la estructura de capital moderna, y uno de los artículos de referencia en el marco de la economía financiera.

Antes de este trabajo no se había realizado ningún análisis matemático en la materia, y todos los trabajos acerca de la financiación empresarial eran de carácter descriptivo. Estos trabajos, entre los que podemos encontrar el de Durand (1952) y Schwarter (1959), trataban de contrastar la idea de la existencia de una estructura de capital óptima que maximizara el valor de mercado de la empresa o minimizara su coste de capital.

El trabajo inicial de Modigliani y Miller, conocido como “La Teoría de la Irrelevancia”, se fundamenta en tres hipótesis básicas.

La primera hipótesis rebate la tesis tradicional afirmando que la estructura de capital de la empresa no afecta a su valor de mercado. En este sentido los autores apoyan la postura de que no es posible configurar una estructura de capital óptima, que permita a la empresa maximizar su valor de mercado, o minimizar su CMPC (Coste Medio Ponderado de Capital).

La segunda hipótesis hace referencia a la relación existente entre el grado de endeudamiento de la empresa y su coste de capital. Así, los autores definen una fórmula para calcular la tasa de rentabilidad del capital propio de empresas que acuden a financiación externa, de la que se concluye que el coste de capital de las empresas aumentará a medida que se va introduciendo más deuda en su pasivo.

La tercera hipótesis, que es la que menos relevancia ha tenido dentro de la literatura financiera, viene derivada de las anteriores y consiste en una recomendación para que las empresas organicen sus decisiones empresariales de forma óptima. En ella se resalta la independencia entre las políticas de financiación e inversión dentro de la empresa, e indica que la condición para que un proyecto sea aceptado consiste en que su rentabilidad sea superior al CMPC.

A pesar de la gran importancia que ha tenido esta teoría de 1958, han sido muy numerosas las críticas de otros autores. Estas críticas, han estado centradas principalmente en la formulación de los supuestos de partida. Las objeciones más significativas son: 1) La consideración de un mercado perfecto de capitales, 2) No tener en cuenta el efecto de los impuestos personales, 3) La equiparación de la deuda personal y empresarial, 4) El modelo es únicamente aplicable en el sector empresarial y no en la economía en general.

En 1963, ambos autores publicaron un nuevo artículo, que hacía frente a algunas de las críticas previamente citadas, incluyendo el efecto que tienen los impuestos sobre la renta en la valoración de la firma, que hacen que una empresa pueda aumentar su valor con el uso de la deuda externa. (Sogorb, 2002; Vaca, 2012)

2.1.2- Teoría del Equilibrio Estático (Trade Off)

La teoría del equilibrio estático, también conocida como teoría de la compensación, está expuesta en trabajos de diferentes autores que analizan el impacto de los costes financieros en los que incurre la empresa al aumentar el volumen de su deuda. Esta ineficiencia del mercado no había sido considerada en el modelo de Modigliani y Miller, ya que en el mercado perfecto en el que se basaban sus hipótesis, no contemplaba el efecto de estos costes financieros derivados de la posibilidad de quiebra.

Esta teoría, la cual apoya la existencia de un nivel de endeudamiento óptimo, sostiene que si bien es cierto que una mayor carga financiera puede provocar un efecto fiscal positivo con la deducciones impositivas, a su vez hay que tener en cuenta que un mayor nivel de endeudamiento también conlleva un mayor riesgo que se ve reflejado en la aparición de costes de dificultades financieras. Por ello, habrá que encontrar un equilibrio óptimo entre

estas dos variables para estar en disposición de tomar decisiones adecuadas en el diseño de la estructura de capital de la empresa. (Sogorb, 2002)

De acuerdo a esta teoría, aquellas empresas que tengan una estructura basada en activos principalmente tangibles y disfruten de una alta rentabilidad, utilizarán un mayor nivel de endeudamiento al tener un riesgo reducido y para poder beneficiarse del ahorro impositivo. Por otra parte, aquellas empresas que tengan un mayor riesgo, con la presencia de activos intangibles y una rentabilidad baja se decantarán por una estructura de capital basada en la autofinanciación (Brealey et all, 2006)

Siguiendo la teoría de la compensación, la pyme se debe caracterizar por un bajo nivel de apalancamiento. Tal y como explica Michaelas en sus investigaciones, este tipo de empresas tienen un bajo nivel de rentabilidad, que unido a una menor tasa fiscal por su tamaño, no les permita aprovecharse de una forma significativa del ahorro impositivo. Por otra parte, estas empresas suelen tener un riesgo asociado elevado debido a una mayor probabilidad de quiebra. Estos tres factores que hemos mencionado (baja rentabilidad, menor presión fiscal y mayor riesgo financiero) son los que según la teoría del Trade Off, explican que la pyme recurre en menor medida a financiarse mediante deuda externa. (Ferrer y Tresierra, 2009; Michaelas et all, 1999)

2.1.3- Asimetrías de información

Un mercado puede medir su eficiencia de acuerdo a la capacidad que tienen las empresas de acceder a una correcta financiación. Sin embargo, es de sobra conocido que los mercados financieros presentan algunas imperfecciones, que dificultan su cooperación con las empresas, sobretodo en el caso de la pyme. (Petersen y Raghuram, 1994; Cazorla Papis, 2003)

Una de las principales imperfecciones de estos mercados es conocida como la asimetría de la información, y se basa en las situaciones de interacción de mercado, en las cuales siempre existe algún agente que tiene mayor información que el otro.

Esta imperfección ha sido objeto de investigaciones llevadas a cabo por numerosas autores de reconocido prestigio como es el caso de Joseph Stiglitz, economista americano

que fue galardonado en 2001 con un premio Nobel por sus estudios sobre las asimetrías de información.

Además ha sido el tema alrededor del cual han girado diferentes teorías a la hora de explicar los problemas de racionamiento en el mercado de crédito y de capital, que nos pueden ayudar a comprender algunos aspectos de suma relevancia acerca de la problemática financiera de la pyme. Este es el caso de la teoría de jerarquía de preferencias o las teorías de agencia, las cuales vamos a explicar a continuación.

2.1.4- Teoría de Jerarquía de Preferencias (Pecking Order)

La teoría de la jerarquía de preferencias nace para estudiar la forma en la que la información asimétrica afecta a las decisiones de financiación de la empresa. Fue propuesta en 1984 por Myers y Majluf en 1985, aunque se considera que el precursor de ella fue Donaldson en 1961. (Sogorb, 2002)

Básicamente, las conclusiones que se extraen de ella es que las empresas prefieren utilizar sus propios recursos (beneficios no repartidos y reservas) como primera opción de financiación. Posteriormente, en el caso de tener que optar a financiación externa las empresas prefieren utilizar la deuda como instrumento de financiación antes que la emisión de nuevas acciones. (Vaca, 2012)

La preferencia de los directivos de las empresas por la autofinanciación se debe a que dota a la empresa de una mayor libertad de maniobra. De esta forma sus decisiones no estarán subordinadas a la carga financiera, ni a presiones de los acreedores, ni al control del mercado de capitales.

La asimetría de información hace que el segundo modo de financiación elegido sea la deuda. La ausencia de una información perfecta posibilita que las acciones nuevas emitidas pueden sufrir una infravaloración en el mercado, lo cual que provoca que los antiguos accionistas sean reacios a aprobar la emisión de capital al mercado. Además la teoría establece que en el caso de que el proyecto a financiar fuera tan positivo que pudiese justificarse antes los accionistas la emisión de acciones, el método utilizado

seguiría siendo la emisión de deuda. Este hecho se justifica en que los precios en el mercado de deudas son menos sensibles a la información asimétrica.

A pesar de que la teoría del Pecking Order, va dirigida a grandes empresas que se encuentran dentro de un mercado de valores, las investigaciones de Myers pueden ser igualmente aplicadas a la pyme. De hecho, se considera que esta teoría se ajusta mejor a la explicación de la estructura de la capital de la pyme, que la teoría de la Compensación, explicada con anterioridad. (Hall y otros, 2000)

El punto principal, que es la clasificación de las prioridades que tiene la empresa para la selección de las distintas fuentes de financiación, coincide plenamente en las grandes, pequeñas y medianas empresas. Sin embargo, en el caso de la pequeña y mediana empresa existen algunos factores específicos que son los que justifican la presencia del aumento de la cifra de capital en la última posición de preferencia. Se trata de dos aspectos que fueron recogidos por Kent en 1991, y que justifican el racionamiento de la pyme en el mercado de capital-acciones.

Por una parte, “Se trata de empresas que son bastante desconocidas en los mercados financieros, con estructuras organizativas poco desarrolladas, y que cuentan en general con personal directivo con escasa preparación financiera”. Este conjunto hace que sea más complicada la entrada de nuevos accionistas en la empresa, al no disponer estos de suficiente información que justifique su inversión. (Cazorla Papis, 2004).

Por otra parte, nos encontramos con el problema de que en general se trata de empresas en las que coincide la figura del accionista y directivo que acapara la mayoría del accionariado. A través de este argumento se justifica que estas empresas intenten evitar esta forma de financiación, ya que la entrada de nuevos accionistas supone una dilución de su poder en la empresa (Ferrer y Tresierra, 2009).

2.1.5. Teoría de la agencia

Las relaciones de agencia se pueden definir como un contrato de cooperación a través del cual una parte delega una serie de servicios en otra. En este tipo de relaciones, que son una práctica habitual en diferentes ámbitos de nuestra sociedad, es normal que surjan problemas. Estos se deben principalmente a la existencia de información asimétrica entre las partes, que abre la posibilidad de que una de las partes actúe en su propio beneficio de una forma alejada de los objetivos iniciales.

Diferentes teorías han tratado de explicar la forma en la que se desarrollan este tipo de relaciones en el mundo empresarial y la forma en la que estos problemas, conocidos como costes de agencia, afectan a la empresa. La más conocida es la Teoría de la Agencia propuesta por Jensen y Meckling que señala que los principales problemas de agencia provienen de dos tipos de relaciones diferentes (Jensen and Meckling, 1976):

- La relación entre los accionistas y los directivos de la empresa.
- La relación entre los directivos y los acreedores de la empresa.

El primer tipo de relaciones no se considera un factor determinante, si nos centramos en el estudio de la pequeña y mediana empresa. En este tipo de empresas suele darse la circunstancia común de que la gerencia y el accionariado se concentren las mismas personas, por lo que no existe distensión en la actuación de ambas partes.

En el segundo caso, se da el caso de que en la pyme los problemas de agencia derivados de la relación entre gerencia y acreedores son mayores que en las grandes empresas. La estructura menos desarrollada de este tipo de empresas, unido a que no suelen formar parte de mercados organizados, posibilita la existencia de una mayor asimetría informativa entre las partes. Esta circunstancia explica el racionamiento financiero al que están sometidas estas empresas en el mercado de crédito, sobretodo a largo plazo. (Sogorb, 2002)

La asimetría de la información entre la empresa y el acreedor suele desencadenar en un problema antes de firmar el contrato conocido, como selección adversa. Además tras la firma del contrato también aparece otro problema en la relación entre las partes, el riesgo moral.

La selección adversa, fue definida por George Arkelof en 1970, y es un problema que aparece en aquellas situaciones en las que una parte tiene una información relevante que desconoce la otra. Es un fenómeno que suele ocurrir frecuentemente en el entorno de las empresas de menor tamaño debido a la dificultad de las entidades financieras de tener información suficiente para evaluar el riesgo de cada proyecto. Para prevenir la selección adversa, los bancos suelen establecer un riesgo promedio de los distintos proyectos, además de exigir mayores garantías a estas empresas. Estas medidas afectan negativamente a aquellas empresas que buscan tienen proyectos con bajo riesgo, debido a que tendrán que sufrir una tasa de interés superior al que deberían. (Gómez y Gerardo, 2008)

El riesgo moral, término que fue formalizado en 1972 por el premio Nobel de Economía Keneth Arrow, nace en la relación entre prestatario y prestamista debido a la imposibilidad que tienen los acreedores de controlar la gestión de los directivos después de la firma de contrato. En este sentido, los directivos de la empresa podrán incurrir en prácticas como la emisión de deuda con distintos grados de prioridad, distribución de dividendos o realizar inversiones arriesgadas, que pueden perjudicar a las entidades financieras aumentando el riesgo de sus contratos.(Gómez Jacinto, 2008) Las medidas se han ido desarrollando para reducir este problema, han sido principalmente medidas de control, monitoreo y evaluación de las inversiones por parte de las entidades prestamista. Estas medidas suponen costes para ambas entidades, que son definidos dentro de los costes de agencia por Jensen y Meckling en su trabajo sobre la Teoría de la Firma. Otra medida que se ha ido implantando es la financiación por etapas (stage financing) a través de la cual la entidad financiera va dotando de las cantidades del préstamo progresivamente a la empresa, a medida que se van cumpliendo ciertos objetivos.

En su trabajo en 1994 David J. Storey ofrece otra solución para hacer frente a los problemas de selección adversa y riesgo moral. Esta consiste en que la utilización de

activos subyacentes como garantía a estos préstamos podría disminuir los comportamientos interesados entre las partes. Sin embargo, en el caso de la pyme la exigencia de estos activos como garantía no siempre es posible, sobretodo en las empresas más innovadoras y tecnológicas, a las cuales la demanda de este tipo de garantías les supondría una limitación importante para acceder a financiación. (Sogorb, 2002).

2.2-Factores explicativos de la problemática financiera de la pyme

Las distintas aportaciones de la literatura científica, algunas de las cuales han sido explicadas en apartados anteriores, han permitido ir dotando de una explicación lógica a los problemas de financiación que sufre la pequeña y mediana empresa. Progresivamente, coincidiendo con la evolución de esta literatura, han ido apareciendo factores de distinta naturaleza que ayudan a comprender este racionamiento financiero. Un aspecto que ha sido fundamental para la explicación de todos estos diferentes factores ha sido la consideración de la información asimétrica como elemento fundamental, el cual ha permitido ampliar en gran medida todos estos análisis a lo largo de las últimas décadas.

En la siguiente tabla, se pueden observar factores que inciden directamente en los problemas financieros a los que se enfrentan las empresas. Estos factores han sido divididos en dos grupos. En la parte de la izquierda, se agrupan los factores considerados de demanda, que tienen relación con las empresas, sus proyectos y el sector al que pertenecen. En la parte de la derecha, aparecen los conocidos como factores de oferta, que están más relacionados con las características del sistema financiero que dificultan el flujo de capital.

Tabla 13- Factores de oferta y demanda claves en el racionamiento financiero

Factores de Demanda			Factores de Oferta
Calidad del equipo de gestión	Volumén de Inversión	Localización del proyecto	Características del sistema financiero
Nivel de riesgo económico y financiero	Previsión de resultados	Nivel de crecimiento del sector	Criterios de evaluación
Fase de desarrollo del proyecto	Rentabilidad media del sector	Grado de I+D	Exigencia de los trámites administrativos
Tamaño de la empresa	Grado de estacionalidad	Estrategias empresariales	Nivel de competencia del mercado
Nivel de formación del personal	Nivel de experiencia	Previsión de ventas y del resultado	Nivel de formación del personal
Posición en el mercado	Evolución de la rentabilidad	Tangibilidad de los activos	Desarrollo de instrumentos alternativos

Fuente: Elaboración propia con datos del informe “Problemática financiera de la PYME” (Cazorla Papis, 2003)

En los siguientes apartados vamos a realizar un análisis en profundidad de todos estos factores. Para llevar a cabo el análisis hemos diferenciado entre los factores considerados internos y externos de la empresa. (Cazorla Papis, 2003)

2.2.1-Factores externos o ambientales

Los factores externos o ambientales se pueden dividir básicamente en dos grupos. Por una parte, se encuentran aquellos factores que son relativos al sector en el que actúa la empresa, y por otro están los factores más relacionados con el sistema financiero con el que la empresa interactúa.

2.2.1.1-Factores ambientales relativas al sector de actividad

En general nos encontramos que las empresas, dependiendo de las características del sector, encuentran problemas específicos de acceso a la financiación. Es por ello que las empresas dentro del mismo sector, en la mayoría de los casos, presentan estructuras de capital similares. Los factores que se consideran clave a la hora de ver las características de cada sector son principalmente el tipo de productos que comercializan, el grado de

innovación, la fase de desarrollo en la que se encuentren o la normativa legal que les afecta.

Según los factores mencionados nos encontraremos con algunos sectores en los que existe una mayor asimetría informativa, que siempre viene acompañada de un mayor riesgo e incertidumbre para los prestamistas.

Teniendo en cuenta el tipo de producto, se considera que aquellos sectores cuya actividad se basa principalmente en bienes perecederos o de corta duración, suelen presentar un nivel de endeudamiento superior al de sectores más enfocados en bienes de mayor duración.

También constituye un factor importante la fase de desarrollo en la que se encuentre el sector de la empresa. En este sentido, aquellos sectores que se encuentren en sus primeras fases de desarrollo suelen tener problemas para acceder financiación debido a la menor experiencia y mayor incertidumbre de sus actividades, factores que conllevan un riesgo mayor para las entidades financieras. Este problema se ve más acentuado en aquellos sectores de alta tecnología, en los que durante su etapa inicial conocida como semilla suelen tener que acudir a formas alternativas de financiación más costosas debido al mayor riesgo de sus proyectos. (Cazorla Papis, 2003)

2.2.1.2-Factores ambientales relativos al sistema financiero

Por lo que respecta a las características del sistema financiero con el que la empresa tiene una interacción de forma más o menos continua nos encontramos con un conjunto de factores entre los que incluimos el nivel de competencia de las entidades financieras, sus políticas de inversión, los niveles de garantía exigidos, la utilización de instrumentos financieros innovadores o la transparencia del sistema, entre otros.

Los factores más relevantes en la relación entre las entidades de crédito y la pyme probablemente sean la presencia de información asimétrica y la dificultad para acceder a los mercados de valores.

En el primer caso, debido a la naturaleza de este tipo de empresas, las entidades bancarias suelen encontrar dificultades para analizar con precisión la información y características específicas de cada empresa. Debido a ello disminuye la eficiencia de los mercados, se aumentan las garantías exigidas y se produce un racionamiento del crédito.

El segundo factor tiene más relación con el racionamiento de capital de la pyme. Para acceder a los mercados de cotización oficial de valores, se suele exigir a las empresas requisitos muy elevados, que no pueden ser atendidos por la mayoría de ellas. Así se explica el poco éxito que han tenido los mercados alternativos de valores, los cuales podrían haber contribuido en mayor medida a facilitar la entrada de nuevos accionistas en estas empresas.

También constituye un factor importante el grado de desarrollo de los sistemas financieros de cada país. En el caso de la UE, dependiendo del volumen y eficiencia de los sistemas financieras en cada territorio, las empresas se podrán beneficiar en mayor o menos medida de las medidas que están siendo impulsadas por la Comisión Europea para el desarrollo de nuevos instrumentos financieros de apoyo a la pequeña y mediana empresa. (Cazorla Papis, 2003)

2.2.2- Factores internos de las empresas

Al igual que con los factores externos o ambientales se va a proceder a realizar una división de los factores internos en dos subgrupos. En el primer grupo, se explicarán aquellos factores que se encuentran directamente relacionados con las características propias de cada empresa; mientras que en el segundo grupo se citará una serie de factores que son relativos al proyecto específico que se va a financiar, y que pueden actuar como barreras para acceder a la financiación.

2.2.2.1-Factores internos relativos a la propia empresa

Probablemente, el primer factor que se debería analizar observando el nombre de este grupo de empresas (pyme), sea su tamaño. Generalmente, se ha afirmado que una empresa cuanto mayor es su tamaño, más capacidad tiene de acceder a una financiación en

condiciones favorables y con un mayor plazo. Esta afirmación es bastante coherente si tenemos en consideración que a medida que una empresa se va expandiendo, puede llevar a cabo una diversificación de sus ingresos, lo cual reduce el riesgo de su actividad. Además, como se ha explicado antes, las entidades financieras tienen más dificultad de acceder a la información disponible de las empresas a medida que su tamaño se reduce, por lo que resulta más complicado acceder a financiación, sobretodo a largo plazo, para las pymes

Otro factor que también es importante considerar, y que se ha citado en el desarrollo de las teorías de agencia, es la estructura de las pymes y la relación existente entre propiedad y gerencia. Esta variable permite argumentar que estas empresas prefieran acudir a determinadas fuentes de financiación más tradicional para intentar evitar la entrada de nuevo capital que reduzca su poder en la empresa. Esta resistencia a que lleguen nuevos accionistas, limita a muchas empresas de menor tamaño a acudir a algunas formas de financiación innovadores que se están ofreciendo en los mercados de capitales. A su vez, la inexistencia de problemas de agencia entre propietarios y accionistas hace que no se requiera utilizar la deuda como medida de control a la gestión de los directivos, como ocurre en las empresas de mayor dimensión.

Entre los factores internos de la empresa también se debe considerar de la reputación. Respecto a esta variable se puede afirmar que existe una relación positiva entre ella y la capacidad de financiación. Las empresas que son reconocidas por su buena gestión y por su buena relación con las entidades financieras, disponen de una gran ventaja para asegurarse una financiación adecuada y en mejores condiciones. (Cazorla Papis, 2003)

Por otra parte, más recientemente también se están llevando a cabo investigaciones acerca de la relación que tiene cada estrategia empresarial con el resultado de las decisiones de financiación de la empresa. Algunos de estos trabajos, como el de Robson en 1994, han enfocado más sus estudios en la pequeña y mediana empresa, y de ellos se obtienen resultados interesantes acerca de cómo se puede facilitar el acceso a nuevos fondos dependiendo de la estrategia utilizada. Así, algunas estrategias como la diferenciación de su producto, la presencia de un alto porcentaje de exportaciones, o la diversificación de su actividad se presentan como variables positivas para la empresa debido a que reflejan una imagen de buena capacidad de organización y de una gestión eficiente. Por otra parte,

las estrategias de innovación venir acompañadas de un riesgo elevado lo que suele suponer una mayor dificultad de obtener financiación. (Aybar Arias y otros, 2003)

Otras variables de la empresa que también pueden influir en las decisiones de financiación son la formación de los empleados, la cuota de mercado que tiene la empresa o el tipo de activos de la empresa.

2.2.2.2- Factores internos relacionados con el proyecto a financiar

Adicionalmente a las características de la empresa, hay algunos factores de cada proyecto específico que pueden afectar a la relación entre la empresa y la entidad financiera. Por ejemplo, una previsión detallada de los ingresos y gastos en los que se va a incurrir con el proyecto, además de un análisis detallado de la viabilidad económica-financiera y de sus flujos de caja, será un aspecto positivo para la empresa.

Otros factores como la experiencia de los profesionales que se encargan del desarrollo del proyecto, que el proceso ya haya superado su fase inicial o una buena estrategia de marketing también ayudara a la empresa a llevar a cabo una buena política financiera (Cazorla Papis, 2003).

3- La financiación tradicional de las pymes en España

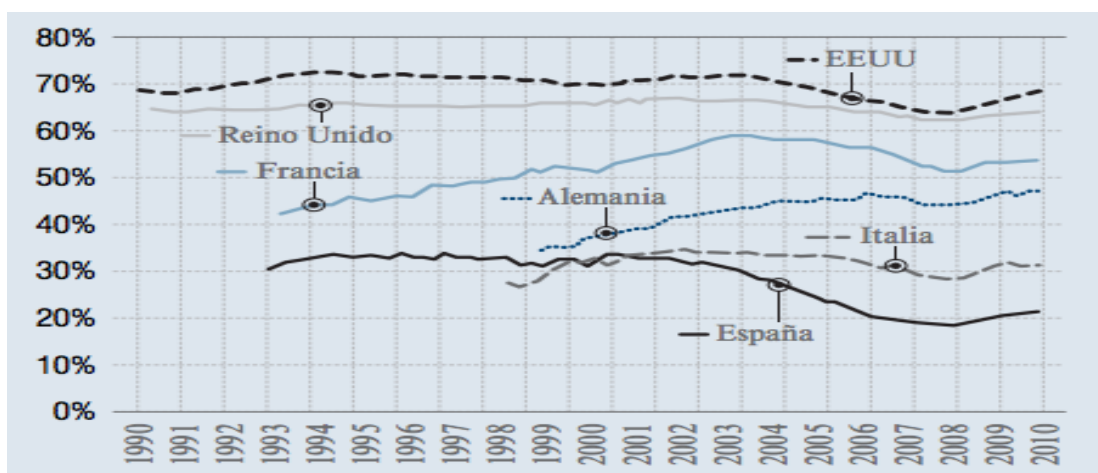
El sistema financiero español se ha caracterizado tradicionalmente por un claro predominio de entidades financieras de carácter bancario; aunque este hecho también aparece en la mayor parte de los países de Europa continental, en España el peso de la deuda bancaria es significativamente superior a los otros países. (del Olmo,2013)

Actualmente la deuda bancaria supone alrededor del 80% de la deuda total, habiendo aumentando considerablemente en los últimos años, ya que este ratio se situaba en los años 90 en torno al 65%. Otros países de la Eurozona, como Francia e Italia, han ido reduciendo el peso de la deuda bancaria hasta situarlo alrededor del 50 %, utilizando en mayor medida, y en los últimos años, instrumentos de financiación alternativos.

En el polo opuesto se encuentran países como Estados Unidos y el Reino Unido, que disponen desde hace tiempo de un sistema financiero con un destacado papel de los mercados de capitales y en los que el ratio de deuda bancaria respecto al total se sitúa en valores próximos al 30%. (BME, 2012)

A través del siguiente gráfico se puede observar el mencionado contraste entre los países que disponen de un sistema bancarizado respecto a los que tienen un mayor peso de los mercados de capitales

Gráfico 5: *Peso relativo de financiación de mercado respecto a financiación bancaria*



Fuente: Informe “Alternativas de mercado para equilibrar la estructura financiera de las empresas” publicado por BME en 2012

Los datos anteriores muestran el peso que tiene el sector bancario en la financiación de las empresas españolas. Además conviene destacar que dentro de las pymes el fenómeno de la bancarización es todavía más agudo, ya que el uso por este tipo de empresas de instrumentos financieros bancarios es 1,8 veces superior al de las grandes empresas. (BME, 2012)

Por todo ello, hemos considerado de gran importancia en la primera parte de este capítulo el análisis de la situación crediticia actual de las pymes en España. Este análisis lo hemos basado, principalmente, en la encuesta que ha realizado el Banco Central Europeo sobre el acceso a la financiación de la pequeña y mediana empresa; también hemos tenido en cuenta las valoraciones realizadas por diversos expertos (Maudos, 2013). Además se han considerado las implicaciones que han provocado en este contexto crediticio el último Tratado de Basilea.

En la siguiente parte de este capítulo hemos realizado una explicación de las principales características de los instrumentos de financiación a los que han recurrido, tradicionalmente, las pymes españolas con más frecuencia. Por las características de nuestro sistema financiero la mayor parte de estos instrumentos están relacionados con las entidades bancarias, como el préstamo, el crédito y el descuento comercial o el confirming. Sin embargo hay otras vías de financiación externa que a veces están fuera de la red bancaria como el factoring, el renting o el leasing.

En el último apartado hacemos una referencia breve a los principales instrumentos que han sido impulsados por las diferentes administraciones públicas (autonómicas, nacionales y/o europeas) que tratan de apoyar a la pequeña y mediana empresa con el objetivo de que estas tengan acceso a unas condiciones crediticias más ventajosas.

3.1-Análisis de la situación crediticia para las pymes en España

Hasta mediados de 2007 España se encontraba inmersa en una etapa de expansión con un marcado crecimiento económico. A partir de esa fecha, con el estallido de la crisis económica internacional comenzó un proceso de recesión que, entre otros aspectos negativos, ha tenido como consecuencia la drástica reducción del crédito bancario al

sector privado con el objetivo de reducir la excesiva exposición al riesgo del propio sector bancario. Este denominado “cierre del grifo de las entidades financieras” se ha cifrado en una reducción del crédito bancario desde mediados de 2009 hasta finales de 2012 de unos 172.000 millones de euros, que equivale al 17,2% del total del PIB español. (Giménez, 2013)

El tejido empresarial español ha sido especialmente sensible a este endurecimiento del crédito debido a la gran dependencia del sector bancario existente entre las empresas españolas, especialmente las de reducido tamaño. Para explicar esta grave crisis bancaria debemos atender tanto a factores de oferta como de demanda. Por una parte, nos encontramos con que los bancos señalan como culpables a la falta de una demanda solvente, lo cual es lógico ya que dentro de un contexto de recesión económica es más complicado conseguir proyectos con una buena rentabilidad. Por otra parte, las empresas critican el endurecimiento de las condiciones impuestas por los bancos que les impiden el acceso a una financiación eficaz. A partir de 2013, la situación ha ido mejorando y se ha ido reduciendo progresivamente la caída del crédito que alcanzó su pico más alto a finales de 2012. (Maudos, 2013)

Desde 2009 el Banco Central Europeo realiza una encuesta, *Survey in the access to finance of SMEs in the euro area*, en la que se analiza, a través de distintas preguntas a las empresas, la situación de acceso a la financiación bancaria en cada país europeo, y en la Eurozona en su conjunto. (European Central Bank, 2014)

Para tener una visión más precisa de la situación actual hemos decidido comparar los datos más recientes disponibles (Octubre 2013-Marzo 2014) con los de finales de 2012 cuando la situación era realmente de drástica ausencia de crédito, para poder observar el contraste. Los aspectos que se han considerado más relevantes dentro de esta encuesta han sido la importancia del acceso a la financiación de las empresas, la disponibilidad de crédito bancario, la predisposición de la banca a conceder crédito, las condiciones de financiación y las expectativas de futuro que tienen las empresas.

Dentro de la primera cuestión, en la importancia que le dan las empresas al acceso a la financiación dentro de sus principales problemas podemos observar una gran diferencia en las dos encuestas. Por una parte, a finales de 2012 un alto porcentaje de

pymes españolas (27%) consideraba el acceso a la financiación como su principal problema, únicamente superado por Grecia (31%), y muy por encima de la media europea (18%) y de países como Alemania (10%) y Francia (13%). Por otra parte la situación descrita en la última encuesta es mucho más positiva con una reducción hasta el 18% de pymes españolas que consideran este su principal problema, acercándose a la media europea que es ahora del 14%.

La segunda cuestión va encaminada hacia los cambios que se han producido en la disponibilidad de crédito bancario. En los datos de 2012, las pymes españolas consideraban que se había producido un deterioro del crédito bancario en un 37,5 %, dato bastante negativo aunque no muy alejado de la media del resto de países de la Eurozona (32,8%). En los datos de la última encuesta el cambio es sustancial y podemos observar como las pymes únicamente consideran que se ha deteriorado la capacidad crediticia en torno al 8%, coincidiendo con la media europea. Además un dato muy positivo es que las pymes españolas consideran que se ha mejorado la disponibilidad de préstamos bancarios en este último periodo en un 17%.

La tercera cuestión está destinada a valorar la opinión de las empresas acerca de la predisposición que tienen los bancos a dotarles de crédito. A finales de 2012, existía un gran consenso entre las pymes españolas que expresaban que se había producido un deterioro de la predisposición de los bancos a dar crédito, con un porcentaje neto del 56,7%, siendo el país de la Eurozona con un porcentaje más alto por encima de Grecia (49%) y Portugal (45%). El cambio de estos datos respecto a los de marzo de 2014 resulta realmente drástico, ya que el porcentaje neto de pymes españolas que consideran que ha existido un deterioro en la predisposición de los bancos es del 1 %, una cifra más positiva que la del resto de la Eurozona en las que el porcentaje neto de pymes que perciben este deterioro es del 11%.

Posteriormente, la cuarta cuestión hace referencia a la visión que tienen las empresas europeas de los términos y condiciones que les imponen los bancos para acceder a su financiación. En los datos de finales de 2012, el 75,8% de las pymes españolas consideraban que se había producido un aumento de los tipos de interés por parte de los bancos y sólo el 4,6 % pensaban lo contrario. De este modo el porcentaje neto se situaba en un 71,2 % de empresas que consideraban un incremento de los tipos, dato que

triplicaba la media europea que era del 27%. En los datos de 2014, se puede ver como la situación ha mejorado tanto en España como en la Eurozona, con un porcentaje neto del 31 % de pymes españolas que consideran un aumento del tipo de interés, situándose este porcentaje neto para el total de pymes europeas en un reducido 9 %.

El último apartado del cuestionario está relacionado con las expectativas que tienen las pymes europeas respecto a la situación que se va a producir en los siguientes 6 meses a la realización de la encuesta. Si atendemos este importante dato de 2012 podemos observar como un porcentaje neto del 16% de pymes españolas eran pesimistas respecto a la situación de restricción crediticia en el que se encontraban. Este porcentaje era similar al total de las pymes europeas que observaban los siguientes meses con una visión negativa, y que se situaba en el 15%. Los datos publicados en la última encuesta de 2014 invitan al optimismo, ya que de ellos se desprende que un porcentaje neto del 13 % de pymes españolas son optimistas respecto a la posibilidad de acceder a préstamos bancarios en los próximos meses. En el contexto europeo por su parte, el pesimismo y el optimismo moderados conviven, y nos encontramos con que el porcentaje neto de empresas respecto a las perspectivas de futuro es del 0%, ya que el porcentaje de empresas que consideran que la situación va a mejorar en los próximos meses es exactamente el mismo que el de las empresas que tienen la opinión contraria.

En relación con las expectativas de futuro de la situación crediticia de las pymes, al margen de la encuesta anterior, se encuentra un tema importante como son los acuerdos de Basilea III, aprobados a finales de 2010. Las consecuencias de las medidas y mecanismos adoptados en estos acuerdos constituyen uno de los factores de oferta que más preocupa a la pequeña y mediana empresa en el futuro reciente. En este sentido, estas medidas que tratan de blindar el sistema financiero e incrementar la solvencia de las entidades tras la reciente crisis, incluyen ratios de liquidez y niveles máximos de endeudamiento, que van a limitar el volumen y la capacidad de los bancos para otorgar créditos a las empresas. Ante esta situación se espera que los bancos tengan dos líneas de actuación, que son o aumentar los tipos de interés o bien simplemente racionar el crédito. En ambos casos con un margen de maniobra más reducido de las entidades bancarias, las pymes saldrían perdiendo. Veremos cómo se van implantando todas estas medidas que se encuentran dentro de un calendario de actuación que termina en 2015. (Maudos, 2010; Kursar, 2011)

Ante el panorama descrito, a pesar de que la situación ha mejorado respecto a los años anteriores, la situación actual crediticia está muy alejada del periodo de expansión previo a la crisis, y junto a la incertidumbre que genera las medidas de Basilea, hacen que tanto en la parte de la oferta como de la demanda deban generarse nuevas medidas de actuación.

Por la parte de la demanda, las pymes deben atender a los instrumentos alternativos de financiación, alguno de los cuales cuenta con un largo desarrollo en otros países, para no ser tan dependientes de la financiación bancario y poder hacer frente, en mejores condiciones, a una nueva situación de restricción crediticia (credit crunch) que pueda aparecer en el futuro. Además implementar estrategias, como la internacionalización, alianzas estratégicas, clústeres que aumenten la competitividad de las empresas, que deben ser el camino para que las pymes puedan establecer una nueva relación con las entidades financieras.

En la parte de la oferta, las entidades financieras, al disponer de un volumen menor para atender al sector privado, deberían mejorar y adaptar sus mecanismos de calidad y de riesgo, otorgando más relevancia a la calidad de un proyecto que a la cantidad a financiar, para asegurarse que planes de negocio atractivos y con viabilidad no se queden en el camino por falta de financiación. (Giménez, 2013)

3.2-Instrumentos de financiación tradicional de la pymes

3.2.1- El préstamo bancario

Este producto financiero, que es el más utilizado junto al crédito, se define como un contrato por el cual una entidad financiera se compromete a poner a disposición de una empresa una cantidad de dinero, estableciendo unas condiciones específicas para la devolución del principal y el pago de los intereses, que suelen ir determinadas por el montante de la operación y el riesgo del proyecto o cliente.

Atendiendo su vencimiento se pueden dividir en préstamos a corto plazo, que son aquellos con una duración inferior a un año, o préstamos a largo plazo con un periodo que supera el año. En el caso de los préstamos, se trata de un instrumento que debe ser pagado en el plazo establecido y que es cancelado en el momento del pago de la última cuota. En caso de que no resulte pagado en la fecha fijada, se tendrá que aplicar alguna de las cláusulas establecidas en el contrato o llegar a un acuerdo de refinanciación, con la emisión de un nuevo instrumento financiero.

En cuanto a la forma de amortización del mismo existen distintas modalidades que pueden incluir cuotas regulares, crecientes o decrecientes. También se podrá establecer un periodo de carencia durante el que no se producirá la devolución del principal, pero si se devengarán intereses. Además existe la posibilidad de que la empresa decida cancelar el préstamo con antelación devolviendo todo lo que resta de principal y atendiendo normalmente unos gastos financieros excepcionales.

Los criterios que suelen seguir las entidades financieras para la concesión del crédito suelen ir encaminados hacia el análisis de la solvencia de la empresa y la viabilidad del proyecto a financiar, el porcentaje de capital propio que la empresa invierte en el proyecto que suele representar su grado de implicación, y las garantías adicionales que aporta la empresa.

El coste de financiación que lleva implícito este tipo de contratos se concreta en su tipo de interés nominal que puede ser fijo o variable. En el caso de que el tipo de interés sea variable estará asociado a algún índice de referencia como el Euribor. A partir del interés nominal se calcular el coste de financiación, teniendo en cuenta todas las comisiones que están incluidas en el contrato, y los gastos derivados de la formalización del mismo para la empresa.

En operaciones especiales, bien por un volumen elevado, un alto nivel de riesgo y, sobretudo, en el caso de las refinanciaciones, en el contrato de préstamo suele ir incluidos unos ratios de obligados cumplimiento, conocidos como “covenants”. El incumplimiento de estos ratios, que normalmente están relacionados con el nivel de liquidez o el resultado operativo de la empresa, puede suponer la cancelación de préstamo o un cambio en las condiciones del mismo. (Cierval, 2009; Villalón, 2012; SOGARPO, 2012)

3.2.2- El crédito bancario

El crédito es un instrumento que se define como un contrato a través del cual una entidad financiera pone a disposición de la empresa unos fondos hasta un límite máximo, que pueden ser utilizados por la empresa cuando los necesite durante el periodo de vigencia del contrato. Se trata de un instrumento mucho más flexible que el préstamo y que permite a las empresas disponer de unos fondos que pueden utilizar en caso de tener cualquier necesidad de recursos líquidos. A diferencia del préstamo, que suele ser más recomendable en adquisiciones de activos fijos, el crédito es un producto adecuado para dotar de liquidez a la empresa en sus operaciones de activo corriente.

Además esta flexibilidad se refleja en la devolución del mismo, ya que la empresa puede realizar las reposiciones de crédito en el momento que desee siempre que no se alcance la fecha de vencimiento. Esta fecha podrá ser ampliada si ambas partes están de acuerdo. Además normalmente, este producto puede ser cancelado anticipadamente dentro del plazo de duración sin tener que atender a gastos financieros adicionales.

Respecto al pago de intereses también existe una diferencia notable con el préstamo, ya que en este contrato solo se abonan intereses en función del capital del que ha dispuesto la empresa, mientras que en el préstamo hay que pagar por la totalidad de la cuantía que se le ha concedido a la empresa. Existe la posibilidad de que exista una comisión de no disponibilidad, en el caso de que la empresa no utilice ninguno de los fondos disponibles.

Las garantías requeridas para acceder a un crédito suelen ser similares que las requeridas en el caso de los préstamos. Sin embargo suele ser más sencillo acceder a un crédito ya que, al tratarse normalmente de necesidades a corto plazo, suelen exigirse menores garantías y establecerse menos cláusulas que en el caso de los préstamos. (Cierval, 2009; Villalón, 2012; SOGARPO, 2012)

3.2.3- Descuento Comercial

El descuento comercial es un instrumento de financiación a través del cual una entidad financiera anticipa a una empresa el importe de un efecto comercial mercantil no vencido, que le ha sido entregado por sus clientes como forma de pago. Estos efectos comerciales

pueden incluir letras de cambio, pagarés, recibos y certificaciones. A través de este contrato, las empresas pueden disponer con antelación del importe de sus ventas sin tener que esperar al vencimiento de estos efectos. A cambio incurre en un coste de descuento, en el que se incluyen tanto una serie de comisiones y tipos de interés establecidos por la entidad financiera.

Para fijar las condiciones de la operación, la entidad financiera realiza un análisis de la solvencia tanto de la empresa solicitante como de su cliente. El tipo de interés que acuerdan la empresa y la entidad podrá ser fijo para todos los efectos descontados, o variable dependiendo del plazo restante hasta el vencimiento de cada efecto. De todas formas, este instrumento no contempla un riesgo de impago, ya que en el caso de que el cliente no lleve a cabo el pago del efecto, se devolverá el mismo a la empresa aplicándole además un gasto adicional. (Cierval 2009; Villalón, 2012)

3.2.4- Factoring

El factoring es un instrumento similar al descuento comercial, que se define como un contrato por el cual una empresa realiza la cesión de las gestiones de cobro de sus facturas a una sociedad de factoring. De este modo la empresa obtiene anticipadamente el importe de la venta de sus bienes o de sus prestaciones de servicios. Este producto además ofrece una cierta flexibilidad para la empresa que puede decidir anticipar una parte de algunas facturas, reservándose el montante restante hasta que se produzca su vencimiento. (Cantalapiedra, 2012)

El coste financiero asociado a este tipo de productos depende de diversos factores, como el sector en el que se encuentra, el ratio de plazo de cobro de clientes, la solvencia de la empresa, el volumen de ventas. Este instrumento puede ser de dos tipos, dependiendo de quién asume el riesgo de impago por una posible insolvencia del cliente. Por un lado se encuentra el factoring con recurso, en el que es la empresa la que asume el riesgo de sus operaciones, siendo la responsable en caso impago. Por otro lado, en la modalidad de factoring sin recurso, que tiene un coste más elevado, dado que la sociedad de factoring asume este riesgo de impago y se hace responsable en caso de que un cliente se declare insolvente.

Por otra parte, el factoring tiene la ventaja de la posibilidad de externalizar toda la gestión de los cobros y la contabilidad de las facturas a las sociedades de factoring, que también llevarán a cabo los análisis de riesgo sobre clientes. De esta forma, a pesar de que los costes financieros son inicialmente más elevados que otros instrumentos, la empresa podrá simplificar su estructura liberándose de bastante carga administrativa. (Cierval, 2009)

3.2.5-Confirming

El confirming es un instrumento financiero muy utilizado en las relaciones comerciales entre las empresa. Se define como un contrato a través del cual una empresa cede la gestión de sus obligaciones de pago a una entidad financiera. De esta forma la entidad financiera asegura a los proveedores de la empresa el cobro de sus facturas y les permite ejercer el cobro antes del vencimiento de las mismas.

Se trata de un producto muy ventajoso para las empresas, principalmente para aquellas que tengan muy diversificada su cartera de proveedores. Al igual que ocurre en el factoring les permite reducir las estructura y costes de administración de tesorería, mediante la externalización de las gestiones de cobro. Además les permite garantizarse un cierto prestigio comercial al asegurar el cobro de sus facturas a los proveedores, lo que les puede llevar a mejorar sus condiciones de compra.

Para los proveedores también resulta un instrumento muy ventajoso, ya que no sólo se aseguran el cobro de sus facturas, sino que pueden acceder al anticipo de las mismas sin aportar ningún tipo de garantía a la entidad financiera. Por tanto se les abre una línea de financiación que pueden utilizar sin reducir su capacidad de crédito bancario, y que normalmente les ofrece unas condiciones más ventajosas que un descuento tradicional.

El coste de este instrumento para la empresa incluye una comisión por el volumen de pagos cedidos a la entidad financiera, además de los posibles intereses que puedan surgir en el caso de producirse una financiación de los pagos superado su vencimiento. En el caso de los proveedores, solo tendrá que soportar un coste adicional en caso de solicitar un anticipo del importe de sus facturas. (Cierval 2009, Villalón 2012)

3.2.6-Leasing

El leasing se define como un contrato de arrendamiento financiero mediante el cual un arrendatario cede el derecho de uso de un activo a un tercero a cambio del pago de una cuota periódica durante el plazo estipulado en el acuerdo. Tras la finalización del contrato, el cliente puede ejercer la opción de compra del activo, devolverlo o negociar un nuevo contrato de renovación con el arrendatario.

Se trata de un instrumento que utilizan las empresas para financiar la adquisición de activos no corrientes. Frente a los préstamos, presenta la ventaja que permita a la empresa financiar el total del valor del activo sin necesidad de llevar a cabo un desembolso inicial. Además la empresa utilizando esta fórmula puede disponer de ventajas fiscales, ya que el régimen fiscal permite llevar a cabo una amortización acelerada del activo arrendado; y los gastos financieros del arrendamiento son fiscalmente deducibles.

A parte de las ventajas que se han comentado, hay que destacar que el leasing supone un coste financiero normalmente superior al de otros instrumentos. Además el contrato de arrendamiento es puramente financiero. Otros servicios como el mantenimiento del bien deberán ser contratados independientemente del contrato de leasing. (Cierval, 2009; SOGARPO, 2012)

3.2.7-Renting

El renting es un producto financiero que presenta unas características muy similares a las del contrato de leasing. Sin embargo, en este caso se trata de un contrato de arrendamiento a través del cual una empresa de renting cede el derecho de uso de un activo a cambio del pago de una cuota periódica que incluye unos conceptos adicionales como los gastos de mantenimiento y de seguros.

Una de sus principales características es que se trata de una fórmula con la que la empresa puede disfrutar de un activo sin entrar en ningún proceso de compra. Al contrario de los contratos de leasing, en las operaciones de renting no suele incluirse ninguna opción de compra, ya que se trata de contratos que incentivan más la renovación del bien al alcanzar

su vencimiento. Además, la amortización del activo no es aplicado por la empresa, ya que en estas operaciones el bien no entra a formar parte del balance societario.

En cuanto al aspecto fiscal, los gastos financieros que suponen las cuotas de renting son fiscalmente deducibles únicamente en el caso de que el bien adquirido se encuentre afecto totalmente a la actividad que realiza la empresa.

Otra de sus ventajas, es que al igual que ocurre en el leasing, es que los contratos de administración y tramitación de estos contratos es mucho más ágil y rápido que el de otros instrumentos que también se utilizan para la financiación de activo no corriente, como es el caso del préstamo bancario.

Respecto al coste total de la operación, este suele ser más elevado que en las operaciones de leasing pero hay que tener en cuenta que la cuota total incluye servicios adicionales que no están contemplados en el contrato de leasing. (Cierval, 2009; SOGARPO, 2012)

3.3-Mecanismos públicos de ayuda para el acceso de las pymes al mercado de crédito

Conscientes de las dificultades que atraviesan las pymes en el acceso a la financiación y con el objetivo de impulsar su crecimiento y competitividad, la mayoría de los gobiernos de los países desarrollados han diseñado estrategias que sirven como apoyo para estas empresas en su proceso de acceso a la financiación bancaria. Estas estrategias se llevan a cabo mediante un conjunto de organismos que ofrecen distintos instrumentos financieros a las pymes, actuando de forma directa con ellas o ejerciendo de intermediarios con otras entidades financieras.

La aparición de instrumentos financieros estructurados ha sido clave para poder llevar a cabo estas estrategias de forma eficaz. Las primeras propuestas se basaban en que los organismos públicos ofrecían subvenciones a las empresas para reducir el coste efectivo de su financiación. Este mecanismo se veía traducido en una gran carga presupuestaria, y la disposición de unos fondos que, ante la falta de exigencias para la empresa al no tener

que devolverlos, eran utilizados generalmente de forma poco eficaz y con unos resultados muy alejados de los esperados.

En la actualidad se apuesta por la estructuración de los instrumentos financieros como forma de atender a los problemas financieros de las pymes. Este procedimiento permite que las ayudas del Estado no vayan a fondo perdido, y que al recuperarse el capital pueda ser reinvertido en proyectos de otras empresas. De esta forma se puede aumentar la rentabilidad de estos fondos, y además esta estructuración permite acumular capital privado, que hace que se disponga de un mayor volumen de fondos que disfrutan las empresas.

En el contexto de la Unión Europea, los fondos presupuestarios se coordinan a través de tres grandes organismos, que son la Comisión Europea, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI).

La función del BEI está centrada en la concesión de préstamos globales, que son líneas de crédito que se ponen a disposición, desde los organismos comunitarios, para que puedan ser utilizados por entidades financieras de carácter nacional y regional. Son las propias entidades financieras y organismos nacionales los que diseñan los programas de apoyo a la financiación de las empresas. Las condiciones que impone el BEI para la financiación de cada proyecto son que su aportación no puede sobrepasar el 50% del coste total del proyecto, con un límite de 12,5 millones de euros. El FEI está más especializado en materia de capital riesgo, así como en materia de consultoría y asesoramiento técnico. (De la Mata, 2005)

Para explicar cómo funcionan los programas existentes que ayudan a mejorar el acceso al crédito a las pymes en España, hemos dividido estas actuaciones en cuatro áreas. En primer lugar, se explican las líneas de financiación a través de préstamos impulsadas por distintos organismos públicos. En segundo lugar, se tratan las actuaciones encaminadas a colaborar con las empresas en la aportación de garantías y avales. En tercer lugar, se explica el mecanismo de los microcréditos como instrumento de apoyo para la pequeña y mediana empresa. Y en cuarto lugar se introduce el mecanismo de titulización de préstamos a pymes

3.3.1-Líneas de financiación-préstamos

En España, este instrumento ha tenido mucho recorrido y existen numerosas líneas de financiación a nivel regional y nacional. En el contexto de las pymes se trata de una fórmula bastante utilizada que permite a las empresas obtener unas condiciones de financiación bastante ventajosas. Sin embargo debido al desconocimiento de estos instrumentos por parte de los empresarios, se da el caso de la existencia de algunas líneas en las que no se aprovecha la totalidad del crédito disponible.

La implementación de la figura del préstamo como forma de distribución de los fondos estructurales permite a los organismos públicos recuperar la inversión para su reutilización, por lo que el riesgo de las operaciones suele ser moderado. El total del volumen de fondos disponibles en las líneas de financiación suele resultar de una cofinanciación entre fondos comunitarios, fondos propios del gobierno y también capital privado. Las líneas de actuación de estos instrumentos pueden estar gestionadas directamente por los organismos públicos, existiendo otras opciones como la gestión por parte de fondos de préstamos o de entidades financieras privadas. (De la Mata, 2005)

En España, la institución que tiene un mayor protagonismo en la distribución de fondos para ayudar a la pequeña y mediana empresa es el Instituto de Crédito Oficial (ICO). El ICO es una institución pública, adscrita actualmente al Ministerio de Economía y Competitividad. Es una entidad pública que posee una personalidad jurídica y fondos propios, así como autonomía de gestión. Sus objetivos son impulsar, a través de la financiación, aquellas actividades que fomenten el crecimiento, la competitividad y la innovación, así como contribuir a una correcta distribución de la riqueza nacional. (Banco de España, 2013)

El ICO concede financiación a las empresas a través de dos modalidades distintas, que son las líneas de mediación y los programas de financiación directa.

En el caso de las pymes, la modalidad que ha contado con mayor éxito han sido las líneas de mediación. Estas líneas están formadas por créditos que realizan las entidades financieras a las empresas, a través de fondos que provienen parcialmente o en su totalidad del ICO. Estos fondos son prestados a las entidades a un coste más beneficioso

que el que pueden encontrar el mercado, pero están condicionados a que sean entregados a determinados destinatarios, como las pymes.

En estos préstamos, son las propias entidades financieras las que asumen el riesgo total de la operación. Por soportar este riesgo, así como por la gestión las entidades cobran una prima, cuyo tope está fijado actualmente en torno al 4%, aunque en algunos casos los costes financiación se encuentran bonificados por parte del Estado. (Banco de España, 2013)

El número de líneas de mediación se ha reducido en los últimos años, y actualmente nos encontramos con que la mayoría de los fondos se han destinado a dos objetivos: el emprendimiento y la internacionalización. Centrada en el primer objetivo se encuentra la línea ICO Emprendedores, que ayuda a las pymes a financiar sus proyectos de inversión, así como hacer frente a algunas necesidades de liquidez. Por su parte, en el ámbito de la internacionalización nos encontramos con líneas como la línea ICO Internacional y la Línea ICO Exportadores, que buscan apoyar a aquellas empresas que están realizando actividades comerciales fuera del territorio nacional. El importe máximo de estas líneas de financiación es de 10 millones de euros por cada cliente, con una duración máxima de 20 años.

La segunda modalidad son los programas de financiación directa, en los que el ICO concede préstamos a las empresas, asumiendo además el riesgo de la operación. Generalmente estos programas están destinados a financiar proyectos de inversión de empresas de mayor envergadura tanto en territorio español como en el extranjero, aunque también han contribuido a la financiación de las pymes en algunas de sus actuaciones. Así desde 2010 a 2012 estuvo en funcionamiento el programa de financiación ICO-Directo, que ayudaba a las pymes a financiar operaciones de inversión y de liquidez, con un importe máximo de 200.000 euros. Los resultados de este programa no fueron positivos, por lo que este mecanismo de financiación dejó de disponer de fondos.

Otra institución con la que colabora el ICO, y que contribuye a la financiación de las pymes a través de la concesión de préstamos medio y largo plazo es COFIDES. Se trata de una sociedad anónima de capital mixto en la que el ICO tiene una participación accionarial del 25,25%. El principal objetivo de COFIDES es dar apoyo financiero a los

proyectos de inversión que se realicen en países emergentes o en vías de desarrollo, y que tengan algún tipo de interés español. De esta forma esta institución contribuye al desarrollo de estos países y a la internacionalización de las empresas españolas. Además, la sociedad asume el riesgo de los préstamos que concede, y el importe máximo de fondos de sus operaciones es de 4 millones de euros. (Banco de España, 2013)

Por otra parte, el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) es una institución pública adscrita también al Ministerio de Economía y Competitividad, que ofrece distintas formas de financiación a empresas con la finalidad de promover el desarrollo tecnológico y la innovación el tejido empresarial nacional.

Esta institución ayuda en la financiación de las pymes a través de la concesión de préstamos en muy buenas condiciones que suelen tener dos tramos, uno reembolsable y otro no reembolsable. Los fondos de estos préstamos suelen ir destinados a proyectos que impulsan la creación o desarrollo de un proceso productivo, o también a proyectos que tienen la intención de comercializar a nivel internacional productos tecnológicos ya desarrollados. El riesgo de crédito y de mercado de la operación es asumido por el propio CDTI, y los préstamos suelen incluir cláusulas técnicas que permiten en caso de que el proyecto no alcance unos objetivos marcados, que las empresas no devuelvan la totalidad del préstamo. (Banco de España, 2013)

Uno de los créditos que ofrece el CDTI es el crédito NEOTEC que está destinado a empresas en fase semilla, con menos de 2 años desde su creación. Estos créditos sirven a estas pymes para obtener los fondos necesarios para impulsar sus proyectos tecnológicos, que suelen tener un coste elevado. En este caso, el importe máximo del crédito es de 350.000 euros, que no puede superar el 70 % del presupuesto total del proyecto. Una de las cláusulas fijadas para la devolución de estos préstamos, es que se realizará en cuotas anuales, únicamente en el caso de que el la empresa tenga un flujo de caja positivo y sin superar la cuota el 20% del mismo. (Cierval, 2009)

3.3.2- Prestación de garantías y avales

En este segundo grupo hemos englobado los mecanismos públicos que colaboran en el acceso a la financiación de la pequeña y mediana empresa a través de la prestación de avales y garantías. Se trata de una actuación muy importante, ya que uno de los principales problemas de las pymes para acceder a los mercados de crédito se encuentra en que no suelen disponer de garantías suficientes, que avalen sus operaciones con las entidades financieras. A través de los planes de garantía dirigidos por el Gobierno, se consigue que proyectos con buena viabilidad no se queden sin financiación por no disponer garantías suficientes para la entidad bancaria. Además se predispone a las entidades financieras a trabajar con las pymes, mejorando los sistemas de análisis de riesgo crediticio y asesorándolas para implementar nuevas fórmulas que puedan conceder préstamos a estas empresas de forma rentable. (de la Mata, 2005)

En España, la base de los sistemas de garantías existentes se encuentra representada por las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR). Las SGR son entidades financieras, que dependen del Banco de España y que presentan un capital mixto con participaciones del sector público, entidades de crédito y las propias empresas, que son pymes básicamente. La organización de estas sociedades está vinculada generalmente a instituciones de carácter regional y local, y las pymes para establecer una colaboración deben acudir a alguna de las SGR de la comunidad donde se encuentre su domicilio social.

En la actualidad todas las Comunidades Autónomas cuentan por lo menos con una SGR, existiendo un total de 23 en todo el país. La actuación de todas estas sociedades se encuentra coordinada por la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR) que además de las labores de coordinación asume otras funciones, como la representación y defensa de los intereses de las SGR o la cooperación con otras instituciones públicas. Desde esta Confederación se informa que en el ejercicio 2013 el volumen de avales formalizados por estas sociedades alcanza los 26.600 millones de euros. (Lores García, 2014)

El principal objetivo de las SGR es ayudar a las pymes a alcanzar una financiación adecuada. Para ello les ofrecen unos avales que permiten que su financiación dependa únicamente de la viabilidad de sus proyectos, y no de la capacidad de presentar garantías.

Las SGR trabajan además para conseguir mejores condiciones de financiación a través de la colaboración con entidades de crédito para que sus socios puedan acceder a plazos de financiación más extensos y unos costes más reducidos. Además, una tercera función de las SGR consiste en la prestación de información y asesoramiento financiero a las pymes, para ayudarles a valorar correctamente sus proyectos y recomendarles los instrumentos de financiación más adecuados para cada caso.

El procedimiento de ayuda a las pymes se inicia con la solicitud de las empresas que buscan recibir el aval de la sociedad para poder obtener un préstamo. Tras estudiar la operación, la comisión de riesgos de la sociedad indicará si se trata de un proyecto viable y accede, por lo tanto, a efectuar al aval, o en caso contrario tratará de asesorar a la empresa para alcanzar una solución más adecuada a su situación. Para poder recibir un aval de una SGR, es requisito necesario que la empresa sea socio de la entidad. Al finalizar la operación el socio tendrá la opción de seguir como socio partícipe o recuperar el capital social que ha desembolsado. (Lores García, 2014)

Para completar el proceso de actuación de la SGR existe Confederación Española de Refianzamiento, más conocida como CERSA. Se es una sociedad anónima pública adscrita al Ministerio de Industria, y más en concreto de la Dirección General de Industria y de la PYME.

CERSA tiene como misión ejercer como contragarantía de los avales otorgados por las SGR, realizando una función muy importante de soporte a los Sistemas de Garantía. En este sentido, una gran parte del riesgo de los avales de las SGR es transferido a CERSA, que puede asumir hasta un 75 % del total de estos riesgos.

A su vez, el Fondo Europeo de Inversiones (FEI), con el objetivo de atender las necesidades de las pymes, también ayuda al sistema de garantía de España prestando una contragarantía a CERSA de sus avales concedidos. Esta colaboración se ha ido forjando a través de la firma de convenios, que se han ido renovando desde el año 2000. En el último convenio bianual firmado a finales de 2012, el FEI se compromete mantener una contragarantía del 35% de las operaciones de CERSA sin coste alguno, y amplía el importe máximo contragarantizado hasta una cartera de 1100 millones de euros.

Otra institución que también incluye entre sus líneas de actuación la cobertura parcial o total de los riesgos de las operaciones de préstamo a las pymes, es la Compañía Española de Seguros de Créditos a la exportación (CESCE). Esta compañía, que cuenta con una mayoría de capital social público, tiene como principal función la gestión de los riesgos de créditos concedidos a la exportación, con el objetivo de impulsar la internacionalización de las empresas españolas. Además esta compañía también se ha especializado más recientemente en otras actividades como los fondos de ayuda a empresas, con los que trata de ejercer de avalista ante las entidades financieras para el cobro de los créditos comerciales, facilitando las actividades de comercio exterior de las empresas. (Banco de España, 2013)

3.3.3- El microcrédito

El microcrédito es un instrumento financiero, ideado en los años 70 por Muhammad Yunus economista de Bangladesh que fue galardonado en 2006 con el premio Nobel de la Paz; aunque desarrollada inicialmente para situaciones propias de países subdesarrollados, se ha establecido también en nuestro entorno económico. La microfinanciación promueve la concesión de préstamos de una cuantía inferior a la usual en los préstamos considerados normales. Estos préstamos no suelen ser atractivos para las entidades bancarias por su baja rentabilidad, por lo que se encuentran impulsados por instituciones del sector público.

En España, en un contexto social, algunas entidades financieras como la Caixa o Nova Caixa Galicia ofrecen a autónomos algunas líneas de microfinanciación. Sin embargo, el escaso desarrollo de este instrumento hace que la mayoría de actuaciones se encuentren concentradas en instituciones públicas como el ICO. El objetivo de estas actuaciones consiste en proporcionar microcréditos a autónomos o empresas muy pequeñas, que tengan dificultades para acceder a otras formas de financiación por su historial crediticio o por no disponer de garantías. Probablemente, la línea de microfinanciación que mejor han funcionado el territorio español, haya sido la línea de colaboración ICO-BEI. El funcionamiento de esta línea se basa en que el ICO dispone de fondos a una entidad financiera y asume el 80% del riesgo de los microcréditos, siendo la entidad financiera la que asume el 20 % de riesgo restante y se encarga de la gestión. A su vez, el BEI ejerce de contragarantía del 75% del riesgo cubierto por el ICO. (de la Mata, 2005)

Este instrumento financiero suele estar diseñado con fines sociales y, en la mayoría de ocasiones, su destinatario suele pertenecer a colectivos específicos, como mujeres emprendedoras, desempleados, discapacitados o mayores de 45 años. Un ejemplo de estas actuaciones sociales son los microcréditos que fueron impulsados por el Gobierno Foral de Navarra en 2013, que buscaban apoyar a personas desempleadas para que se asentasen como autónomos. (Lawson, 2014)

En 2010, la Comisión Europea creó el instrumento Europeo de Microfinanciación Progress, con el objetivo de ayudar a autónomos, personas desempleadas o otros colectivos especiales. Este instrumento no financia directamente a las empresas, sino que colabora con entidades financieras para que ejerzan de proveedores de microcréditos, ofreciéndoles líneas de financiación ventajosas y compartiendo el riesgo de pérdidas con ellas. En España, algunos de estos proveedores de microcréditos son Laboral Kutxa, Cajas Rurales Unidos o el Instituto de Crédito y Finanzas Región de Murcia (ICREF). (Comisión Europea, 2010).

3.3.4-Titulización de préstamos a las pymes

Otra actuación que se ha impulsado desde las Administraciones públicas es la titulización de préstamos a las pymes. La titulización se puede definir como un proceso de transformación de activos ilíquidos en títulos negociables a través de un vehículo financiero conocido como fondo de titulización. Estos fondos de titulización pueden financiar a su vez la adquisición de estos activos financieros a través de la emisión de bonos de titulización. (García, 2005)

En este sentido, la titulización no se puede considerar como un instrumento de financiación directa a las pymes, sino que es una forma indirecta de ayuda que tiene como objetivo aumentar el volumen crediticio disponible para las pymes y reducir el coste asociado a esta financiación.

En España, la actividad de titulización de créditos a las pymes se inició en 1999 con la creación de los Fondos de Titulización para la pyme (FTPYME), promovidos por el

Ministerio de Economía para favorecer la actividad emprendedora. Estos fondos obtienen créditos de las entidades financieras y los financian con la emisión de bonos avalados por las instituciones públicas. El estado puede llegar a avalar hasta un 80% de estas emisiones siempre que se cumplan una serie de condiciones. La primera condición es que al menos el 50% de los créditos titulizados procedan de la financiación a pymes. Además, las entidades financieras que se beneficien de la titulización deben comprometerse a reinvertir el 80% de la liquidez obtenida por los FTPYME en nueva financiación para las pymes. Otra condición está relacionada con la calificación de los bonos emitidos por los fondos, que deben ser como mínimo A o A+. Esta calificación es realizada por las agencias de calificación o “rating”, cuya actividad está siendo muy cuestionada desde el inicio de la crisis. (Banco de España, 2013)

La evolución de la titulización fue muy positiva en España en los años previos al inicio de la crisis. De hecho, en 2008 los préstamos a pymes constituían la tercera forma más utilizada de titulización por detrás únicamente de los préstamos hipotecarios y las cédulas hipotecarias titulizadas. Sin embargo, con la llegada de la crisis económica este instrumento ha disminuido bastante su actividad. Una de las principales causas es el desprestigio de la titulización de activos financieros, a raíz de la crisis de las hipotecas subprime que tuvo su origen en Estados Unidos. (Banco de España, 2008)

En lo que respecta a la actuación de los organismos comunitarios, es el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) el que apoya la actividad realizada por los FTPYME. Recientemente se han admitido una serie de propuestas que muestren este interés, en las que se aprueba que se destinen fondos estructurales para la adquisición de una parte de los bonos de titulización que generen los FTPYME. Desde el BCE también se imponen una serie de medidas relacionadas con el rating de los bonos, como condición para colaborar con IOs fondos. La calificación crediticia debe ser emitida por al menos dos agencias, y tiene que ser como mínimo AAA en el momento de la emisión, y A durante la vida de los bonos. (Callejón y Segarra, 2011)

4-Instrumentos de financiación alternativa para la pyme

Como hemos podido ver en capítulos anteriores, el acceso a la financiación supone una de las principales preocupaciones para las pymes. El contexto económico que se ha vivido en los últimos años no ha ayudado precisamente a mejorar esta situación. Antes del inicio de la crisis, las empresas acudían en masa a los canales tradicionales bancarios, los cuales gozaban de un momento de elevada liquidez. Sin embargo, la situación actual dista bastante de la anterior, y como consecuencia de la crisis se han puesto en marcha muchos mecanismos de saneamiento del sistema financiero, que han provocado que las empresas estén sufriendo una gran restricción crediticia. Ante este nuevo panorama, las pymes españolas motivadas por sus necesidades financieras han incrementado su interés en la búsqueda de fórmulas de financiación que supongan una alternativa a la financiación bancaria.

La correcta adopción de estos instrumentos representa un factor clave para el crecimiento de las pymes españolas en el presente, y sobretodo en el futuro. Estas empresas deben iniciar un proceso de adaptación a la nueva situación económica que pasa por un análisis profundo de las diferentes oportunidades que ofrece el mercado. En un reciente estudio, empresarios españoles reconocen algunas de las ventajas que ofrecen estas nuevas vías de financiación. Entre ellas, destacan que suelen ser vías especializadas con un mayor conocimiento de los sectores con los que trabajan, que permiten una mayor sensibilidad a la hora de adaptarse a las exigencias particulares de cada negocio. Además se trata de instrumentos más adecuados para financiar proyectos que necesitan una cantidad elevada, como ocurre en el caso de sectores como la biotecnología. (Consejo Superior de Cámaras de Comercio, 2006)

En este capítulo presentamos un análisis descriptivo de distintos instrumentos alternativos a la financiación bancaria, que pueden representar una buena solución para la financiación de las pymes. Entre ellos, encontraremos algunos mecanismos de financiación a través de deuda, como son los préstamos participativos; también se analizan instrumentos de financiación a través recursos propios o capital: capital riesgo, business angels, mercado alternativo bursátil (MAB) y mercado alternativo de renta fija (MARF).

4.1-Préstamos participativos

El préstamo participativo es una fórmula financiera que tuvo su origen en Francia, y que fue regulado en España por primera vez en 1983. Presenta características similares a otros instrumentos muy utilizados en otros países, como el capital mezzanine, pero el préstamo participativo como tal es una fórmula exclusiva que únicamente se encuentra regulada en Francia y en España. (Bustos, 2013)

Este tipo de instrumento financiero está centrado principalmente en proyectos de inversión que requieren una cantidad de fondos elevada, y no suele estar destinado a operaciones de adquisición de activos, o a situaciones en las que la empresa necesita liquidez. Estas operaciones suelen tener un vencimiento a largo plazo, normalmente entre 5 y 10 años, y en ellas es común que se incluya un determinado periodo de carencia. (Cazorla Papis, 2003)

Si atendemos a su naturaleza, se trata de un instrumento de deuda subordinada que a nivel contable aparece en el pasivo del balance empresarial. Sin embargo, es considerado como un mecanismo híbrido, ya que presenta algunas características que lo acercan a los instrumentos de capital. En este sentido, cabe destacar que el préstamo participativo es considerado como patrimonio neto para medir la solvencia de la empresa en situaciones de reducciones de capital o de disolución.

La subordinación del préstamo participativo hace que sea un mecanismo muy arriesgado, ya que se encuentra en situación de desventaja frente al resto de acreedores de la empresa. Por ello, su coste suele ser bastante elevado comparado con otros instrumentos de deuda.

Además, este carácter subordinado implica la existencia de unas cláusulas que limitan a la empresa en el caso de querer llevar a cabo una amortización anticipada del préstamo, debido a que con la presencia de una deuda subordinada la garantía de cobro de los acreedores es mayor, y la eliminación de esta deuda supondría reducir la solvencia de la sociedad ante ellos. Por ello se exige que las empresas que deseen proceder a una amortización anticipada del préstamo, deberán aumentar sus fondos propios en la misma cuantía. De esta forma la solvencia de la empresa respecto al resto de acreedores se mantiene intacta.

Otra característica propia de esta fórmula financiera, es que los intereses se encuentran divididos en dos tramos. El primer tramo, que es conocido como tramo mínimo, representa un interés muy bajo vinculado a algún índice de referencia, como puede ser el Euribor, que establece el prestamista y que es independiente de la evolución de la empresa. El segundo tramo, conocido como tramo de interés variable se encuentra vinculado a los resultados de la empresa. De este modo, si la empresa tiene un rendimiento alto, los intereses subirán y, en caso contrario, una evolución negativa significará una reducción de la presión financiera de este préstamo. Entre los ratios que se toman como referencia para medir el rendimiento de la empresa suelen estar la cifra de negocios, los dividendos repartidos, el resultado antes de impuestos o el EBITDA. También conviene destacar, que estos intereses se computan como gastos financieros, siendo fiscalmente deducibles para la empresa.

Las empresas que suelen estar interesadas en este tipo de financiación son sociedades privadas de capital riesgo, organismos de inversión públicos y también grupos de empresas. Por su parte, las entidades de crédito no suelen estar interesadas en este tipo de financiación, debido al elevado riesgo implícito.

El proceso de acceso a un préstamo participativo suele iniciarse con el estudio de riesgo que las entidades prestamistas hacen de la empresa solicitante. Respecto a esta fase hay que destacar que al contrario de lo que sucede con las entidades de crédito, un mayor riesgo no tiene por qué reducir las posibilidades de concesión, ya que los inversores suelen ver este riesgo como una forma para conseguir una elevada rentabilidad. Así, un factor importante para la decisión de los inversores sobre la concesión del préstamo, es la fase en la que la empresa presenta las características del proyecto de inversión que va a realizar y su viabilidad.

En el caso de que las dos partes se encuentren interesadas en seguir adelante, la siguiente fase de la negociación se centrará en las condiciones de precio, plazo y periodos de carencia. Respecto al precio del préstamo, las dos partes deberán acordar una serie de mecanismos para evaluar la evolución de la empresa, que determinará el interés del tramo variable del préstamo. En cuanto al plazo, las dos partes suelen intentar que se amolde al plazo de maduración del proyecto a financiar. (Bustos, 2013)

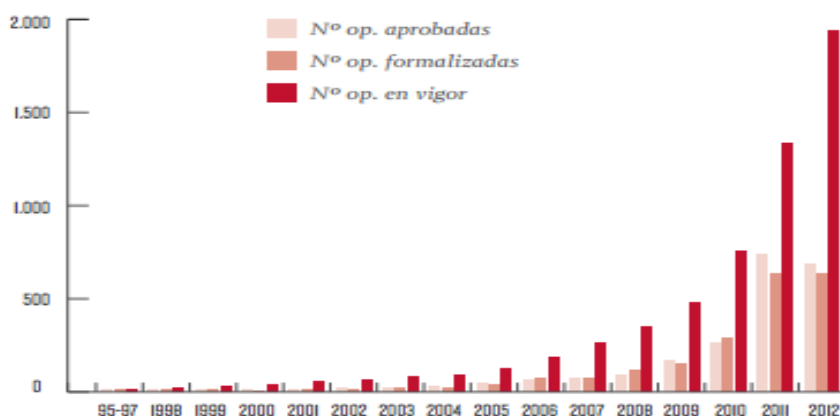
Una de las ventajas que hace del préstamo participativo una opción atractiva para las pymes, respecto a otras alternativas de financiación, es que se mantiene una autonomía en la gestión de la empresa. Al contrario de lo que ocurre con otros instrumentos, como el capital riesgo, los prestamistas participativos suelen mantenerse al margen de las decisiones diarias de la empresa, a pesar de controlar su evolución. De todas formas, es normal que en el acuerdo se incluya una cláusula que permita al inversor estar presente cuando se tomen decisiones estratégicas en la empresa, aunque no tenga voto.

4.1.1-Fondos públicos especializados en los préstamos participativos

A nivel nacional, la entidad de referencia para la concesiones de préstamos participativos a la pequeña y mediana empresa es la Empresa Nacional de Innovación, más conocida como ENISA. Se trata de una sociedad fundada con capital público en 1982, que depende del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, a través de la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa. (Banco de España, 2013)

Esta sociedad gestiona la formalización de préstamos participativos, a través de distintos productos que se adaptan a los diferentes ciclos de vida de cada empresa. Los productos, a los que se han destinado más fondos en los últimos años han sido la línea PYME y la línea Jóvenes Emprendedores, que buscan incentivar a las pymes en su crecimiento empresarial. En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de los préstamos participativos que ha gestionado ENISA en los últimos años. (ENISA, 2012)

Gráfico 6: Evolución 1995-2012 de préstamos participativos gestionados por ENISA



Fuente: Informe Anual ENISA 2012

Otras instituciones importantes en el contexto de los préstamos participativos son la sociedad LUZARO y la compañía SEPIDES. La primera es una sociedad pública de capital mixto, con participación de ENISA y del Gobierno vasco, que a lo largo del ejercicio 2013 distribuyó más de 34 millones de euros en préstamos participativos a pymes, en su mayoría vascas (Galindo, 2014). Por otra parte SEPIDES, es una compañía dependiente de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), que utiliza los préstamos participativos como instrumento para impulsar la actividad industrial en las zonas más desfavorecidas económicamente, ayudando así a la generación de empleo.

En el ámbito autonómico se han desarrollado en los últimos años muchas iniciativas de financiación a las empresas a través del préstamo participativo.

La Junta de Andalucía ha desarrollado el Fondo de Apoyo al Desarrollo Empresarial con un presupuesto inicial de 254 millones de euros, este fondo que buscaba apoyar a empresas en fase de arranque y expansión a través de instrumentos financieros, entre los que se encontraba el préstamo participativo.

El Instituto Catalán de Finanzas (ICF) dispone de una línea de crédito para el crecimiento empresarial, destinado a empresas catalanas con 5 años de vida, y una facturación superior a 10 millones. Los préstamos participativos que ofrecen deben ser de una cuantía mínima de un millón de euros, y tienen un plazo de vencimiento de 15 años.

El Gobierno Vasco, además de su participación en LUZARO, también apoya a la sociedad Ekarpen. Se trata de un vehículo de inversión que trata de promover proyectos de innovación, internacionalización y expansión de empresas asentadas en el País Vasco o en su entorno. Los préstamos participativos que realiza Ekarpen tienen la característica de que pueden ser convertibles en acciones, y suelen tener un plazo de entre 6 y 8 años. (OBSERVATORIO PYME, 2011)

4.2-Capital Riesgo

El origen de la actividad de capital riesgo lo podemos situar en los Estados Unidos después del fin de la II Guerra Mundial. La primera entidad de este tipo fue un fondo de capital riesgo fundado por el presidente del Michigan Institute of Technology (MIT), un profesor de Harvard Business School (HBS), y algunos líderes locales norteamericanos, con el objetivo de comercializar las nuevas tecnologías desarrolladas durante la guerra. A este fondo, denominado American Research and Development (ARD), se le atribuye logro de efectuar la primera operación de gran éxito de esta industria. Se trata de su desinversión en la empresa Digital Equipment Company en 1957, que le reportó al fondo un beneficio de 355 millones de dólares, después de haber realizado una inversión de 70.000 dólares. (Renucci, 2012)

En España, este instrumento financiero fue regulado por primera vez el 5 de enero de 1999, por la Ley 1/1999, reguladora las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras (Jefatura del Estado, 1999). En 2014, se ha aprobado por el Consejo de Ministros un nuevo proyecto de ley que pretende reformar la última ley reguladora de entidades de capital riesgo vigente desde 2005. Entre las nuevas medidas que se incluyen en este proyecto de ley, cabe destacar la aparición de una nueva figura, la Entidad de Capital Riesgo-Pyme (ECR-Pyme), que busca facilitar entrada de nueva inversión en la pequeña y mediana empresa. Estas entidades gozaran de mayor flexibilidad a la hora de estructurar su deuda, y además tendrán algunas ventajas fiscales. Para disfrutar de este nuevo régimen, las ECR deberán destinar como mínimo el 70% de sus inversiones a pymes. (ASCRI, 2014; Europa Press, 2014)

El capital riesgo lo podemos definir como un instrumento que permite a las empresas disponer de nuevos recursos financieros en forma de fondos permanentes a largo plazo. Las operaciones de capital riesgo tienen un carácter temporal, y en ellas los nuevos inversores entran en la empresa a través de la adquisición de parte del capital social. El objetivo de estos inversores es la revalorización de las acciones de la empresa en un plazo determinado, que les permita tener un rendimiento positivo en el momento de la desinversión. (Bustos, 2013)

Los inversores de capital riesgo actúan como socios del empresario, ya que su beneficio depende estrictamente de la actividad de la empresa, y ambos asumen el mismo riesgo. Por ello, durante la duración de la colaboración ambas partes buscan una actuación conjunta que les permite alcanzar mejores resultados. El inversor de capital riesgo participará en la gestión de la sociedad, aportando al empresario sus conocimientos y experiencia previa en otras empresas para solucionar los problemas de la entidad e implementar las estrategias marcadas dentro del plan de negocio establecido. De todas formas, estos inversores normalmente no buscan hacerse con el control de la actividad, y su participación en la empresa es menor del 50%, manteniendo el empresario la mayoría accionarial. Aunque esto conlleva un mayor riesgo, los inversores consideran que esta fórmula es más adecuada para conseguir una mayor implicación del empresario, que va a estar presente en la gestión diaria de la sociedad.

La inversión en capital riesgo presenta un mayor riesgo que las otras formas de financiación a las empresas. Los inversores buscarán obtener de los fondos invertidos una mayor rentabilidad, de acuerdo al mayor riesgo soportado. En este sentido, los fondos de capital riesgo suelen estar destinados a empresas no cotizadas en los mercados de valores, que presenten proyectos innovadores y que tengan unas posibilidades de crecimiento elevado en los próximos años. Además, un factor que es clave en las posibilidades de éxito de un proyecto es la calidad de sus directivos, por lo que los inversores prestarán bastante atención a la valoración de las competencias del equipo directivo que se va a encargar de la gestión de la sociedad durante el periodo de inversión. (Martí Pellón, 1994)

Las operaciones de capital riesgo se dividen en varias modalidades según el objetivo de la inversión y la fase de desarrollo en la que se encuentre la empresa en el momento de la inversión. Si nos centramos en las pymes, tenemos que hacer referencia a dos tipos de operaciones de capital riesgo que son las que más se adaptan a sus necesidades de financiación: las inversiones de capital riesgo en fases iniciales, conocidas como operaciones de Venture Capital, y las inversiones de expansión (Growth Capital).

Las operaciones de Venture Capital se dividen a su vez en tres fases, que incluyen las inversiones en fase semilla (Seed), las inversiones en fase arranque (Startup) y las inversiones de primera fase (Early stage).

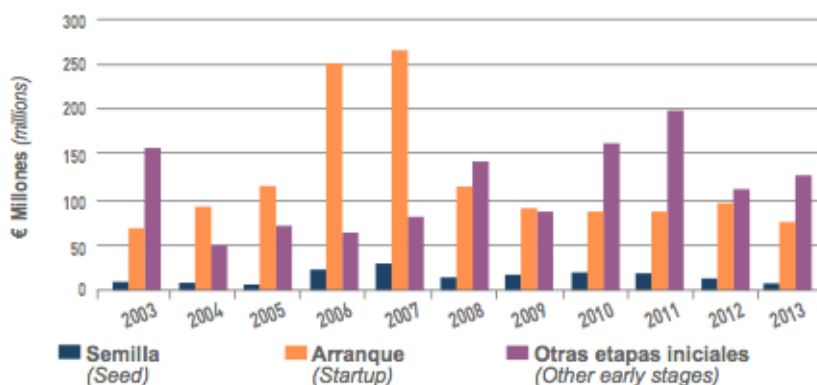
En la fase semilla, se encuentran inversiones realizadas en empresas de reciente creación o que aún no han sido constituidas. Estas primeras inversiones van destinadas a al desarrollo de un producto que todavía no está terminado, utilizando los fondos para financiar nuevas instalaciones, la elaboración de un análisis de mercado..., etc. Invertir en capital semilla implica un gran riesgo para los inversores, que en consecuencia esperarán obtener de estos proyectos una rentabilidad muy elevada.

Las inversiones de capital en empresas en fase de arranque, representan aquellas operaciones que se realizan en empresas que disponen de un producto completamente desarrollado, y que se encuentra preparada para comenzar con la comercialización del mismo. En este tipo de inversiones, la empresa ya ha sido creada y dispone de un equipo directivo. El riesgo de las inversiones en esta fase también es elevado al no tener la empresa todavía un historial de resultados que pueda ser estudiado, pero es menor que las operaciones de capital semilla.

El tercer caso de las operaciones de Venture Capital, las inversiones en empresas que se encuentran en una primera fase de desarrollo; se encuentran dentro este grupo empresas con un corto periodo de actividad que todavía no han alcanzado un nivel de rentabilidad determinado. Entre todas las operaciones de Venture Capital, esta se trata sin duda la que menos riesgo implica, ya que los inversores pueden realizar un análisis de la evolución de los primeros años de actividad de la empresa. (Martí Pellón, 1994)

En el siguiente gráfico se puede observar el volumen de inversiones de Venture Capital que han realizado en España las ECR según cada fase de desarrollo.

Gráfico 7: Volumen de inversión Venture Capital por fase de desarrollo



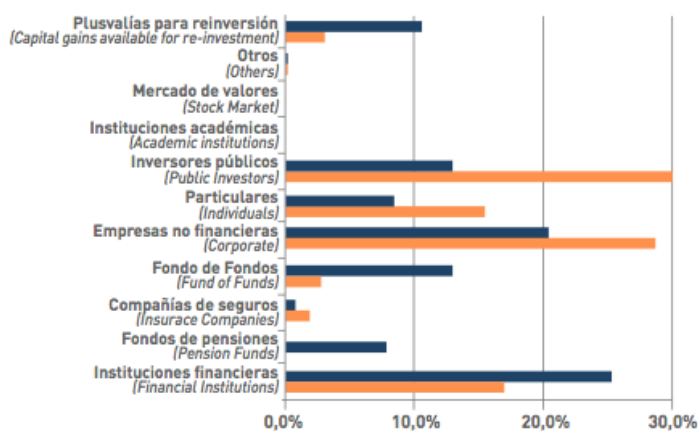
Fuente: Informe ASCRI 2014

El segundo grupo de las actividades de capital riesgo, las inversiones de capital expansión, es la actividad que más protagonismo ha tenido en nuestro país en los últimos años. En 2013, el capital expansión representó el 62% del total de operaciones de capital riesgo en España, y el 33% del volumen total. Estas inversiones van a dirigidas a empresas en las que su actividad ya se encuentra consolidada, y buscan fondos para financiar determinados de proyectos para expandirse. Entre estos proyectos pueden encontrarse la entrada de la empresa en nuevos mercados, el lanzamiento de nuevos productos, o la ampliación de su red comercial en un determinado mercado. El riesgo de las inversiones de capital expansión es menor que las de Venture Capital, pero sigue siendo elevado por la naturaleza de este instrumento financiero. (ASCRI, 2014; Martí Pellón 1993)

El ciclo de inversión de las operaciones de capital riesgo se divide básicamente en tres etapas. Una primera etapa de captación de fondos, una segunda etapa de inversión y la tercera etapa de desinversión.

La primera etapa de captación de fondos, conocida habitualmente en su término inglés “Fundraising”, se centra en la búsqueda de inversores, tanto públicos como privados, que depositen fondos para que sean gestionados por las ECR. En el siguiente gráfico podemos ver la procedencia de los nuevos recursos que han obtenido las ECR privadas en España a lo largo de 2013, entre los que destacan los inversores públicos, las entidades financieras, y las empresas no financieras.

Gráfico 8: Procedencia nuevos recursos ECR privadas en España

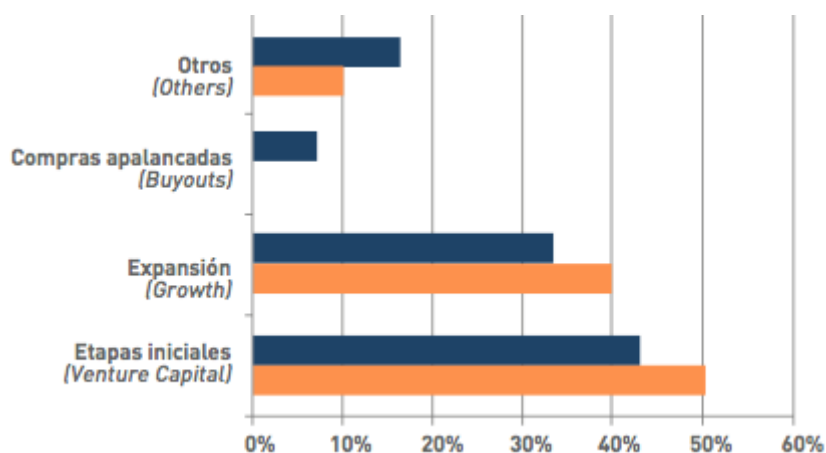


Fuente: Informe ASCRI 2014

En la segunda etapa se realizan las operaciones de inversión en una cartera de empresas que han sido seleccionados en un proceso largo, que no suele ser inferior a 6 meses. Para que entren inversores de capital riesgo las empresas deben someterse a un procedimiento para evaluar en profundidad todas las áreas de la empresa con el que los inversores buscan asegurarse que no existe ninguna contingencia desconocida que pueda afectar a la actividad de la empresa, conocido como “due diligence”. Los resultados de este procedimiento serán claves y condicionarán el posterior contrato entre las dos partes. (Bustos, 2013)

En los dos últimos años la tendencia de las ECR en España, tal y como se puede ver en el siguiente gráfico, ha sido la de realizar la mayor parte de su inversión en operaciones de Venture Capital y de capital expansión. Entre los fondos destinados a operaciones en etapas iniciales destaca que la mayor parte de los fondos está destinado a sectores tecnológicos (67%). En el caso de los fondos destinados a capital expansión la distribución es más equitativa con el 52 % de los fondos destinado a sectores tecnológicos, y el 48% restante a sectores no tecnológicos.

Gráfico 9: Destino de las inversiones de Venture Capital realizadas por las ECR en España



Fuente: Informe ASCRI 2014

En cuanto a las ECR, en España actualmente se encuentran activos 201 operadores de capital riesgo. De estas entidades, 80 son entidades internacionales, 104 entidades nacionales privadas y 17 entidades públicas. Según su forma jurídica podemos dividir estas entidades en Sociedades de Capital Riesgo (SCR) y Fondos de Capital Riesgo (FCR).

Las SCR son entidades financieras supervisadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que se dedican a invertir sus propios fondos en empresas, generalmente pymes innovadoras, a través de operaciones de carácter temporal de capital riesgo. Entre las SCR privadas las sociedades independientes que no forman parte de ninguna otra entidad son las más comunes; también existen algunas sociedades que dependen de entidades financieras, como es el caso de las SCR gestionadas por la Caixa con mayoría de fondos propios. Las SCR corporativas, que gestionan programas de capital riesgo que crean las grandes empresas para gestionar sus fondos no está muy desarrolladas en España, pero encontramos algunos ejemplos de este tipo de sociedades como Telefónica Ventures o Repsol New Energy Ventures. Este tipo de sociedades sí que se encuentra más desarrollado en otros países, tal y como sucede en el caso de Estados Unidos, donde grandes corporaciones como Microsoft o Intel desarrollan sus propias sociedades de capital riesgo. (Martí Pellón, 1994; Renucci 2012)

Los FCR por su parte, se caracterizan por ser vehículos de inversión gestionados por una Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGEGR). Esta sociedad gestora se encuentra formada por un grupo de especialistas que tienen gran experiencia y prestigio en el sector capital riesgo; ellos son los encargados de diseñar la cartera de empresas en la que se va a invertir el capital acumulado en el fondo, asesorar a las empresas y monitorizar su evolución durante el periodo de la inversión, y gestionar la salida del capital en el momento de la desinversión. La retribución de esta sociedad por la gestión suele situarse alrededor del 2% del total del patrimonio suscrito en el fondo, y no reembolsado. (Bustos, 2013)

Una característica especial de los FCR es que suelen existir dos tipos de participaciones distintas (A y B). Las de clase B son participaciones especiales para socios fundadores, las cuales no pueden superar los 20.000 euros de capital en total, que tienen la ventaja de percibir una comisión de éxito (Carry). Esta comisión representa el 18% de los beneficios obtenidos por las inversiones del fondo y está destinada en un 50% a las participaciones de clase B y en otro 50% a la Sociedad Gestora. Sin embargo, ambos beneficiarios no podrán percibir la comisión hasta que tanto el resto de socios (clase A) como los socios de clase B hayan recibido el reembolso del total del capital suscrito así como una tasa de rentabilidad mínima, situada normalmente en el 8%. Otra característica de los FCR, es

que suelen ser fondos de capital cerrado en los que se imponen cláusulas para que los socios no retiren su capital hasta el final de las inversiones realizadas. (Guerrero, 2013)

En general, para las pymes el capital riesgo es un instrumento financiero muy debatido que presenta sus ventajas y sus desventajas. Por una parte, la gran desventaja que presenta este instrumento es que las pymes suelen ser reacias a la entrada de capital externo en el patrimonio, y en muchas ocasiones muestran su preferencia por otras formas de financiación que no afecten al accionariado ni a la gestión de la sociedad. Pero por otra parte, se trata de una fórmula que en los últimos años, con la dificultad de acceso al crédito, se está valorando de forma positiva por estas empresas, sobretodo en las de base tecnológica, ya que es un mecanismo que les permite disponer de fondos necesarios y de un asesoramiento por parte de profesionales contrastados, que puede llevar a la empresa a un rápido crecimiento de su actividad.

4.2.1-Casos de éxito del capital riesgo

La industria del capital riesgo, como hemos explicado en la descripción del instrumento, se caracteriza por la financiación de proyectos con alto nivel de riesgo, pero que a su vez tienen grandes posibilidades de crecimiento. Por ello, a pesar de que también existen inversiones que no evolucionan según lo previsto, existen numerosos casos de operaciones con una gran rentabilidad. A continuación vamos a exponer dos casos de éxito de empresas que han destacado en 2013 en España con el apoyo del capital riesgo, como son las desinversiones de Telemedicine Clinic o de Indysis. También comentaremos la actividad destacada por la SCR Bonsai Venutre Capital (BVC), así como algunos casos de éxito emblemáticos a nivel internacional en el sector.

En el primer caso, Telemedicine Clinic, fundada en 2001 por David Backstom y Henrik Agrell, es una empresa que se dedica a la elaboración de informes radiológicos para hospitales y entidades sanitarias públicas y privadas, y que comenzó su actividad en 2003. Desde un principio la empresa fue apoyada con fondos de la entidad para apoyo empresarial “Acción por Cataluña”. En 2007, se produjo la inversión del fondo de Capital Riesgo Kennet Partners en la empresa aportando cerca de 7 millones de dólares por el 40% de la compañía. El objetivo de la entrada de este nuevo socio era la diversificación de la actividad en más áreas geográficas, y el aumento del empleo. En 2013, tras 6 años

de colaboración se produjo la desinversión de Kennet Partners con la venta de su participación al grupo empresarial alemán Salina. Aunque las cifras exactas de la operación no se han hecho públicas, se puede decir que la operación ha sido un éxito para ambas partes. Por una parte, el fondo de capital riesgo ha conseguido obtener una buena rentabilidad en su inversión. Por la otra, TMC es actualmente una de las empresas líderes en su sector, ha firmado alianzas estratégicas muy importantes en los últimos años y ha logrado diversificar su actividad a través de sus oficinas en Barcelona, Londres, Göteborg y Sidney. Además la empresa ha aumentado su cifra de empleo, contando en la actualidad con más de 100 trabajadores, y tiene unas expectativas de gran crecimiento para los próximos años. (Gencat, 2013; Kennet, 2007; TMC)

Otro caso de éxito que ha destacado en 2013 ha sido la adquisición de Indisys por parte del gigante informático Intel Corporation. Indisys es una empresa tecnológica, que nace de un proyecto de la Universidad de Sevilla, y que tiene como objeto el desarrollo y comercialización de interfaces de voz. La empresa comenzó a andar en 2003, y en 2007 comenzó a colaborar con algunos fondos de capital riesgo. En palabras de su ex directora Pilar Manchón, que sigue colaborando con la empresa en el departamento de I+D, la obtención de nuevos fondos a través del instrumento de capital riesgo fue clave para poder salir al mercado y obtener su primeros clientes. A partir de ahí la empresa ha seguido con una evolución ascendente hasta que en 2013 la empresa fue adquirida por Intel. La adquisición se realizó en dos etapas, ya que primero en 2012 Intel adquirió el 40% de la empresa y luego en 2013 el resto hasta alcanzar el 100% de las acciones, en una operación total valorada en alrededor de 26 millones de dólares. La plantilla de Indisys se ha incorporado en Intel, y la operación ha sido valorada como un gran éxito para todas las partes. (Noguera, 2014; Montoto, 2013)

Entre las ECR que actúan en España nos gustaría destacar el papel de Bonsai Venture Capital (BVC). Se trata de una sociedad especializada en la inversión en compañías tecnológicas con el objetivo de realizar una actividad a nivel global. La ECR comenzó su actividad en 1999, y a lo largo de estos años ha estado realizando desinversiones de gran éxito. Entre ellas destacan la reciente venta del portal Niumba a TripAdvisor o la venta de Tuenti a Telefónica. También ha participado en otras operaciones como las ventas de Softonic a Partners Group, la de InfoJobs a Shibstead, y la de Wuaki.tv a Rakuten. Además de su actividad principal Bonsai creó en 2008 una sociedad sin ánimo

de lucro denominada Bonsaid, que se centra en proyectos para mejorar el acceso al agua en zonas desfavorecidas de África.

Por último, a nivel internacional existen muchos casos de grandes empresas que en sus inicios utilizaron el instrumento de capital riesgo. Se trata de empresas innovadoras, bien por su producto o bien por su modelo de negocio, y que han tenido un gran éxito en sus salidas a los mercados públicos de valores. Entre las empresas que han triunfado a través de sus productos tecnológicos innovadores encontramos empresas como Microsoft, Intel, Apple o Google. En el caso de empresas que han triunfado gracias a modelos de negocio innovadores está Starbucks, eBay o Home Depot. La actuación de estas empresas además de haber resultado un gran éxito para los inversores, han supuesto una gran contribución al empleo. Así por ejemplo, Starbucks tiene actualmente 151.000 empleados, y Microsoft 99.000. (Renucci, 2012)

4.2.2-Organismos públicos de apoyo al capital riesgo

En el ámbito nacional, las actuaciones públicas de capital riesgo se encuentran coordinadas por el Instituto de Crédito Oficial (ICO). Así, la sociedad pública de referencia en este ámbito es Axis Participaciones Empresariales, SA, en la que el ICO tiene un 100 % de participación. A través de esta sociedad pública se gestionan distintos fondos de capital riesgo con el objetivo de facilitar la llegada de capital a pymes. Estas inversiones se realizan tanto en empresas que se encuentren en fases de desarrollo, como en empresas ya consolidadas y en fase expansión que necesiten nuevos recursos para financiar sus proyectos de inversión. Durante todos sus años de actividad, Axis ha colaborado con más de 150 empresas, con una inversión superior a 350 millones de euros.

La última gran iniciativa que ha impulsado AXIS, ha sido la creación del Fond-ICO Global. Se trata de un “fondo de fondos”, que en 2013 formalizó su inscripción en el CNMV y que ha sido dotado con más de 1200 millones de euros. A través de este fondo se pretende lograr la creación de varios fondos de capital riesgo privado que realicen inversiones en empresas españolas en todas sus etapas de desarrollo. Esta iniciativa se encuentra dentro del “Plan de Estímulo Económico y Apoyo al Emprendedor” promovido por el gobierno, y según las estimaciones el Fond-ICO Global va a impulsar la creación

de 40 fondos de capital riesgo privados, y una movilización de fondos privados superior a 5.000 millones de euros. (ASCRI, 2014)

Otro fondo gestionado por Axis, es el fondo FESPYME, que apoya la financiación de pymes en sus fases de expansión. Este fondo dotado con un patrimonio superior a los 400 millones de euros inició su actividad en 2009, y se espera que esté vigente hasta 2020. Los proyectos de inversión en los que se participe deben tener como objetivo la internacionalización de sus empresas o el aumento de competitividad mediante la adquisición de activos fijos, la compra de otras empresas o la inversión en I+D+i.

En el ámbito autonómico, al igual que sucede con los préstamos participativos, las instituciones locales han promovido iniciativas de apoyo a las actividades de capital riesgo. (OBSERVATORIO PYME, 2011)

En la Comunidad Valenciana, el Instituto Valenciano de Finanzas (IVF) impulsó la creación del fondo de Capital Riesgo TIRANT, FCR que se centra en inversiones de proyectos empresariales en fases de desarrollo, expansión e internacionalización. Además, el IVF tiene una participación en otro fondo de capital riesgo, denominado SANTANGEL FONDO I, FCR.

La Junta de Andalucía, a través de la sociedad pública INVERCARIA gestiona una línea de capital riesgo para la financiación de pymes, en la que se utilizan fondos públicos y privados. Esta línea financia proyectos de empresas en desarrollo o expansión pero con grandes posibilidades de crecimiento, hasta un límite del 70 % de la totalidad de los fondos necesarios para completar el proyecto de inversión.

El Gobierno de Aragón también cuenta con varias líneas de capital riesgo para el apoyo empresarial. Una de las que más fondos dispone se encuentra gestionada por la sociedad gestora Savia Capital Crecimiento SCR. Las inversiones relacionadas por Savia suelen ir destinadas a proyectos de expansión, y contemplan una entrada en el capital social de la empresa participada de entre el 20% y el 40%, con un límite total por inversión de 3 millones de euros.

En Extremadura, el gobierno apoya este instrumento financiero a través del fondo de capital riesgo AVANTE I, el cual dispone de capital público y privado. Este fondo se encuentra gestionado por una sociedad gestora, y sus inversiones se centran principalmente en empresas en fase de expansión centradas en la internacionalización de su actividad. La inversión máxima en este tipo de proyectos es de 6 millones de euros, mientras que en la inversión máxima en proyectos de empresas en fases iniciales es de 1,5 millones de euros.

4.3-Business Angels

Los ángeles de los negocios, conocidos comúnmente en el sector empresarial como “Business Angels”, representan un instrumento financiero, bastante similar al capital riesgo, que está enfocado principalmente en las pymes. Los Business Angels suelen ser personas físicas que de forma individual o en grupo realizan una inversión a título privado en actividades emprendedoras.

Al igual que sucede en el capital riesgo, las inversiones de los Business Angels son de carácter temporal y tienen como objetivo obtener una futura plusvalía por la revalorización de las acciones adquiridas. La principal diferencia es que los Business Angels no utilizan las ECR como forma jurídica para invertir, y es por eso esta actividad también es conocida como capital riesgo informal. Además, las inversiones de los Business Angels tienen un volumen mucho menor que las realizadas por las ECR, siendo como máximo de un millón de euros.

Los inversores suelen responder al perfil de consultores y empresarios, en activo o retirados, que poseen un importante patrimonio personal y gozan de un gran prestigio en determinados círculos del mundo empresarial. Estos inversores suelen actuar individualmente, aunque en ocasiones varios inversores unifican su actividad a través de una sociedad con la que diversifican su riesgo individual, y pueden participar en empresas de distintos sectores. Sus inversiones suelen ir dirigidas principalmente a empresas en fase semilla o en fase inicial. (Dirección General de la Pyme, 2009)

Una de las principales ventajas que tiene este instrumento financiero para las pymes es que los inversores suelen estar bastante implicados con la actividad de la empresa. De este modo los empresarios no solo disponen de nuevos fondos, sino que se pueden aprovechar de la experiencia previa del inversor en la gestión de otras entidades durante el desarrollo inicial de su empresa. Respecto a este punto hay que aclarar que aunque sea una forma minoritaria también existe la figura de los Business Angels puramente financieros, que únicamente aportan fondos y no se implican en la gestión diaria de la empresa.

Por otra parte, el hecho de tratarse de una forma informal de inversión supone en ocasiones un obstáculo para realizar operaciones de este tipo. Algunos empresarios, se sienten reacios a acudir a esta forma de financiación por miedo a que los inversores les roben sus ideas. Esta postura proteccionista está relacionada con el desconocimiento de los empresarios de este instrumento de financiación, y lo normal es que vaya desapareciendo con los años si continúa la evolución positiva de la inversión de Business Angels. (FEBF, 2003)

En la Ley de Emprendedores, aprobada en España en 2013, se ha regulado la actividad de los Business Angels y se han aceptado una serie de medidas fiscales para incentivar esta forma de financiación para las pymes. Estos beneficios fiscales incluyen una deducción del 20% en la declaración del IRPF de la inversión realizada por los Business Angels, hasta un máximo de 10.000 euros. Los inversores deberán entrar en las sociedades durante sus primeros tres años de actividad y permanecer en ellas un periodo de entre 3 y 12 años. Además, se trata de fomentar la reinversión de los beneficios de los Business Angels dejando exentas sus plusvalías si son invertidas en otras actividades emprendedoras. (Blanco, 2013)

En la Comunidad Valenciana, un ejemplo de Business Angel lo podemos encontrar en la figura de Juan Roig. Se trata de uno de los empresarios de mayor reconocimiento en España, que trata de ayudar al desarrollo de emprendedores a través de las sociedades Angels Capital y Lanzadera Emprendedores. El programa Lanzadera gestionado por esta última sociedad, trata de aumentar el valor de empresas que estén iniciando su actividad ofreciéndoles asesoramiento y formación por parte de profesionales con experiencia en su actividad. La financiación máxima a estas empresas está situada en 200.000 euros.

En el ámbito europeo, el país en el que encontramos una mayor actividad de Business Angels es el Reino Unido. En este país se calcula que actúan de forma activa entre 20.000 y 40.000 Business Angels, la mayor parte de ellos sin estar registrados en ninguna sociedad. Los inversores en el Reino Unido invierten en el 50% de las operaciones una cantidad superior a 78.000 euros (50.000 libras). Además se trata de inversores bastante exigentes, ya que rechazan una media del 85 % de los proyectos recibidos por parte de las empresas. Se trata de un dato que refleja un mayor desarrollo de este mercado en el Reino Unido que en nuestro país, donde los Business Angels representan una opción muy demandada por las empresas para acceder a financiación. (Dirección General de la Pyme, 2009)

4.4-MAB

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB), desarrollado en los últimos años, supone una nueva alternativa de financiación a través de capital para las pymes. El MAB está considerado en la última regulación comunitaria como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), y se encuentra organizado por el operador Bolsas y Mercados Españoles (BME), y supervisado por el CNMV.

Este mercado está abierto a todas las empresas de la UE y Latinoamérica, aunque su principal objetivo es servir de instrumento para empresas españolas que precisen de fondos para llevar a cabo proyectos de expansión, tales como la internacionalización o la diversificación de su actividad. La gran parte de los inversores del MAB tienen un carácter institucional, aunque también pueden operar en él inversores particulares. (Giménez, 2013)

Gracias a su regulación específica, los requerimientos de información son más reducidos que en otros mercados, y las empresas tienen que soportar menores costes de entrada y mantenimiento. En este sentido, se trata de un mercado diseñado especialmente para empresas no financieras con una capitalización reducida. La primera compañía que entró en este mercado fue Zinkio Entertainment en 2009 y progresivamente se han ido

introduciendo otras empresas en el mercado, tales como Carbures y Gowex. (Rojas y López Somoza, 2013)

Para entrar en este mercado las empresas deben cumplir una serie de requisitos. Su capital debe estar completamente desembolsado y sus cuentas anuales correctamente auditadas. Además también existe un requisito de difusión mínima de las acciones. La empresa deberá contar con un valor mínimo de 2 millones de euros de acciones en manos de accionistas minoritarios, con una participación menor del 5%. En caso de no cumplir este requerimiento, la empresa podrá realizar una oferta pública de venta o suscripción en el momento de su incorporación.

El Asesor Registrado y el Asesor de liquidez representan dos figuras de gran relevancia en este mercado que las empresas deberán designar antes de entrar en el mercado. La función del primero consiste en velar por la transparencia del mercado asegurándose del cumplimiento de todos los requerimientos y revisando todos los documentos que la empresa debe presentar cada año. Por su parte, el Asesor de Liquidez hace la función de intermediario financiero facilitando las negociaciones de los títulos en el mercado. (Giménez, 2013; FEBF, 2012)

El MAB tiene una estructura similar a los mercados alternativos de otros países que son conocidos como junior markets. Sin embargo, la evolución de este mercado ha sido más lenta de lo esperado y su tamaño es reducido comparado con otros mercados europeos. Actualmente participan en este mercado 24 empresas, mientras que en el Alternativa International Market (AIM) que tiene sede en Londres, en el último mes figuraban 1024 empresas, y el Alternext con sede en París cuenta con 184 empresas. También conviene tener en cuenta que se trata de dos mercados que iniciaron su actividad mucho antes y pudieron aprovechar una época de gran crecimiento económico, mientras que el MAB ha tenido un inicio marcado por un contexto económico más complicado. (Rojas y López Somoza, 2013)

En 2013, el MAB tuvo una evolución muy positiva con un gran incremento de su actividad respecto al año anterior. El volumen de negociación de acciones se multiplicó por 5 y el número de operaciones se multiplicó por 8. Se calcula que a finales de ese año,

el volumen total de financiación captado en este mercado desde su inicio era superior a 200 millones de euros. (Servicio de Estudios BME, 2014)

En 2014, durante los primeros meses siguió la evolución positiva en el mercado, y muchas de las empresas presentas vieron como aumentaba su capitalización. Sin embargo a mitad de año la firma americana Gotham publicaba un informe que ha supuesto un gran golpe para el MAB.

Este informe, que se hizo público el 1 de julio, pone en entredicho la viabilidad de Gowex, una de las empresas referencia de este mercado, afirmando que alrededor del 90% de los ingresos que aparecían en sus informes eran ficticios. Gowex es una firma tecnológica, cuya actividad se centraba en la instalación de redes wifi en espacios públicos urbanos, tales como calles, parques o metros. En los últimos dos años había tenido una evolución espectacular que había llegado a colocar sus acciones de un euro en valores cercanos a 28 euros, y que la había situado entre las empresa líderes de su mercado. A raíz de la publicación del informe el valor de sus acciones experimento una caída drástica llegando en dos días a un valor mínimo de 5,71 euros, por lo que el CNMV se vio obligado a la suspensión de su cotización. El hundimiento exprés de la compañía se vio escenificado el día 14 de julio, dos semanas después de la publicación del informe, cuando la compañía presentaba concurso voluntario de acreedores.

Las consecuencias para el MAB del caso Gowex han sido muy negativas, y pueden afectar en gran medida a la reputación y el futuro de este mercado. Se han despertado muchas dudas acerca de la regulación existente en el mercado y de los pobres requerimientos de información exigidos a las empresas. Una gran cantidad de empresas e inversores han mostrado su desconfianza en este mercado, y ya son cuatro las empresas que oficialmente han anunciado su abandono (Carbures, Ebioss, Eurona e Ibercom). Habrá que observar atentamente las medidas que efectúan los gestores del MAB en los próximos meses, ya que de ellos depende en gran medida la viabilidad de este instrumento de financiación para las pymes. (Galán 2014; Vidal, 2014)

4.4.1-Políticas de apoyo público al desarrollo del MAB

Las Administraciones públicas han impulsado diferentes medidas para promover la actividad del Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Entre estas medidas encontramos incentivos fiscales para inversores y empresas que participen en este mercado y otras medidas que buscan facilitar todos los trámites de entrada al mercado, que pueden suponer un obstáculo para las pymes.

En el ámbito nacional, la empresa pública ENISA actúa de asesor técnico para las pymes que deseen acceder al MAB, y también concede préstamos, sin intereses ni comisiones, para que las pymes puedan hacer frente a los gastos de salida a cotización en el mercado. Estos préstamos suelen ser a dos años, y su importe máximo es de 1,5 millones de euros.

Desde el ámbito autonómico, algunas comunidades ofertan subvenciones para fomentar la actividad del MAB. El Instituto Madrileño de Desarrollo (IMADE), ofrece una subvención de 80.000 euros a las pymes que participen en el mercado. El Instituto Gallego de Promoción Económica (IGAPE) subvenciona el 50% de los gastos de consultaría en los que las empresas incurren para analizar sus posibilidades de entrada al MAB. A su vez, en la Región de Murcia el Instituto de Fomento ayuda a las empresas sufragando el 45% de los denominados como gastos de adaptación a la cotización.

Además algunas autonomías como Madrid, Cataluña, Galicia y Aragón ofrecen incentivos fiscales para los inversores que destinen sus fondos al MAB. Estos incentivos incluyen la deducción, en sus declaraciones del IRPF, del 20% de su inversión en acciones durante procesos de ampliación de capital de empresas que coticen en este mercado. El importe máximo deducible es de 10.000 euros, y para beneficiarse de este incentivo los inversores deberán poseer una participación menor del 10% en las sociedades en las que inviertan y mantener las acciones adquiridas durante un periodo mínimo de 2 años. (Arce y Otros, 2011)

4.5-MARF

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), más reciente aun que el MAB, es una plataforma que puede ayudar a la mediana empresa en sus necesidades de financiación, y supone una nueva alternativa para el desarrollo de los mercados de capitales en España. Esta plataforma, creada en 2013, se convierte en una alternativa al AIAF, mercado de referencia de renta fija en España, para empresas que por su reducida dimensión tengan muchas dificultades para acceder a él. Es el propio AIAF el encargado de gestionar el MARF, y para el control de su actividad se han creado comisiones de incorporación de valores, de supervisión y de arbitraje.

Las principales operaciones que se realizan en este mercado responden a compraventas de bonos y pagarés empresariales, y se estima que la rentabilidad media alcanzada por estos instrumentos se sitúa en un 7%, aunque depende mucho de su vencimiento y del rating de cada empresa. La inversión mínima está situada en 100.000 euros, por lo que el perfil de este mercado responde más a inversores institucionales, aunque se espera que en un futuro, con el desarrollo del mercado, vaya aumentando la presencia de inversores particulares. (Giménez, 2013)

Los requisitos existentes actualmente para entrar al MARF lo convierten en un instrumento al que pueden acceder únicamente las pymes de mayor dimensión. Para acceder al mercado, la facturación de la empresa debe ser superior a 50 millones de euros, y el EBITDA superior a 12 millones de euros. Además la empresa debe estar valorada por una agencia de calificación crediticia con un rating igual o superior a B. También se impone un ratio de control de deuda que establece, que esta no puede ser superior a cuatro veces el total del EBITDA. (FEBF, 2013)

Si atendemos a los requerimientos de información, las empresas que pretendan realizar emisiones en este mercado deben tener las cuentas auditadas, realizar informes de forma semestral, y publicar cualquier hecho que se considere relevante para la actividad de la empresa. Los aspectos informativos serán controlados por la CNMV.

La primera emisión realizada a través del MARF tuvo lugar en diciembre de 2013, y hasta la fecha un total de 6 empresas han utilizado este mercado para captar financiación, acumulando un total de fondos de 300 millones de euros. (Arce y otros, 2013)

A nivel internacional, en otros países encontramos otros mercados alternativos de renta fija que están funcionando con éxito. El mercado pionero en Europa fue el Nordic AMB, que fue creado en Oslo (Noruega) en 2005 y que en abril superó las 1000 emisiones (Oslo Bors, 2014). También podemos encontrar mercados de este tipo en Italia, Alemania y Francia.

Al ser un mercado de reciente creación, con menos de un año de actividad, todavía no se han desarrollado medidas significativas por parte de las instituciones públicas para impulsar la llegada de empresas al MARF.

Conclusión

A modo de conclusión, en esta última parte del trabajo sobre la financiación de las pymes nos gustaría resaltar una serie de aspectos que nos han parecido relevantes durante el desarrollo del mismo.

En primer lugar, se ha detectado la gran importancia que tiene para las pymes disponer de una información transparente y consistente con la realidad de la empresa. La gran mayoría de sus problemas de racionamiento de crédito están relacionados con situaciones de información asimétrica, en las que las entidades financieras no disponen de suficientes datos para valorar correctamente el riesgo al que se exponen cuando conceden financiación. Ante esta situación es indispensable que tanto las empresas, como las entidades financieras y los organismos públicos sigan una línea conjunta de colaboración para establecer una solución global.

Por una parte, las empresas deberían intentar mejorar la calidad en la elaboración de sus estados contables y financieros, para que todas las partes externas interesadas en la evolución de la empresa dispongan de una información adecuada. Por otra parte, los organismos públicos deberían adecuar la regulación existente a la situación actual de las pymes, de forma que sea más sencillo para esta empresa la emisión de una correcta información. Además las entidades financieras, deberían trabajar en el desarrollo de sus sistemas de evaluación de riesgos y proyectos, de forma que estos se adaptasen las características y posibilidades de la pequeña y mediana empresa. Para poder llegar a un consenso, una buena solución que se está desarrollando en la actualidad es la organización de mesas redondas entre empresarios, representantes financieros, y políticos. Esta técnica de debate permite a cada parte puede emitir su opinión, y es una buena forma de detectar los problemas existentes y desarrollar las mejores soluciones posibles de una forma conjunta.

En segundo lugar, es importante resaltar el predominio del sector bancario entre los instrumentos utilizados por las pymes para acceder a financiación. Este aspecto ha provocado que nuestras empresas hayan sufrido más las restricciones de acceso al crédito durante estos años, motivadas por un contexto económico desfavorable. Por ello, es importante que las empresas vayan cambiando progresivamente su estructura financiera,

y se vayan enfocando cada vez más hacia instrumentos alternativos de financiación. En los últimos años se está percibiendo una tendencia de crecimiento de estos instrumentos, pero todavía estamos lejos de países como Estados Unidos, o el Reino Unido en los que la financiación de mercado o capital tiene un peso muy superior a la financiación bancaria.

Respecto a esta situación, habrá que estar atentos a las evoluciones de los mercados de capitales de reciente creación, enfocadas en las empresas de menor tamaño. Por un lado habrá que ver la evolución del MAB en los próximos ejercicios, y la forma que le va a afectar la reciente crisis provocada por la empresa Gowex. Se trata de una situación delicada, en la que tiene mucha importancia establecer una serie de mecanismos de control correctos que devuelvan la confianza de empresas e inversores. Por otro lado, habrá que observar la forma en que evoluciona el MARF, que comenzó su actividad el año pasado, y ver si logra alcanzar el mismo grado de relevancia para las empresas que otros mercados similares que actúan en otros países europeos.

En tercer lugar, el problema de la financiación de las pymes representa un tema prioritario para las instituciones públicas. En este sentido, hemos comprobado la existencia de una gran cantidad de organismos y medidas de apoyo a estas empresas.

Respecto a estas medidas, nos gustaría resaltar que a pesar de la reducción de fondos disponibles de ayuda a las empresas debido a la crisis económica, esta no debe ser la principal preocupación de estas instituciones. En los años previos, a la crisis se disponían de fondos bastantes elevados, pero sin embargo debido a una falta de eficiencia de las actuaciones públicas, estos fondos no han mejorado todo lo deseado la actividad empresarial. Por ello, pensamos que es más importante trabajar para alcanzar unas medidas eficientes, y unos sistemas que permitan destinar los recursos disponibles hacia empresas innovadoras y competitivos que dispongan de proyectos de calidad. Con este objetivo, una medida para intentar mejorar en eficiencia podría consistir en reducir la descoordinación existente entre los distintos instrumentos públicos ofertados. Muchos de este instrumento, con características muy parecidas se encuentran disponibles para las empresas desde varios organismos distintos. Probablemente, la eficiencia sería mucho mayor si todos los instrumentos que fueran iguales fueran gestionados por un único

organismo, desde el que se coordinara las líneas de actuación a seguir en el ámbito regional y local.

Por último, el último aspecto que nos gustaría resaltar es la importancia de la internacionalización de las pymes. Dentro de una economía global, la internacionalización es uno de los retos más importantes en el futuro para incrementar la competitividad de nuestro sector empresarial. Por ello, hemos visto como muchas de las actuaciones públicas están destinadas a ayudar a las empresas en sus procesos de expandir su actividad a otros países. Estas actuaciones van a resultar clave para el crecimiento de nuestras pymes en los próximos años, impulsando su presencia en otros mercados y evitando así su excesiva dependencia del mercado nacional.

Bibliografía

Ackson C., Simpemba. 2002. *Funding Problems of SMEs in the Copperbelt*. s.l. : The Copperbelt University, 2002.

Arce, Óscar, López, Elías y Sanjuán, Lucio. 2011. *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. s.l. : CNMV, 2011.

ASCRI. 2014. *Informe de Capital Riesgo en España 2014*. 2014.

Aybar Arias, C, Casino Martinez, A y Lopez Gracia, J. 2003. Estrategia y estructura de capital en la Pyme : una aproximación empírica. *Estudios de Economía aplicada*. Universitat de Valencia : s.n., 2003.

Aybar, C., Casino, A. y López Gracia, J. 2001. *Jerarquía de preferencias y estrategia empresarial en la determinación de la estructura de capital de la pyme: Un enfoque con datos de panel*. Valencia : IVIE, 2001.

Banco de España. 2013. *Esquemas de Apoyo Financiero a las PYMES en España*. 2013.

—. **2010.** *La evolución de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis*. 2010.

—. **2013.** *Un análisis de la situación del crédito en España*. 2013.

Blanco, Isabel. 2013. Ley de Emprendedores (V). [En línea] 28 de Octubre de 2013. <http://fandelapyme.wordpress.com/2013/10/28/ley-de-emprendedores-v-beneficios-fiscales-para-business-angels-y-otros-beneficios-en-el-irpf/>.

BME. 2012. Alternativa de mercado para equilibrar la estructura financiera de las empresas. *La Bolsa y sus mecanismos de apoyo a la financiación de la economía*. 2012.

BOE. 1999. *Ley 1/1999, de 5 de Enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus Entidades Gestoras*. 1999.

Bors, Oslo. 2014. Rush of saving banks to Nordic ABM. [En línea] 27 de Mayo de 2014. http://www.oslobors.no/ob_eng/Oslo-Boers/About-us/Press-room/News-from-Oslo-Boers/Rush-of-savings-banks-to-Nordic-ABM.

Brealey, R, Myers, S y Allen, F. 2006. *Principles of Corporate Finance*. s.l. : McGraw-Hill, 2006.

Bustos, Elisabeth. 2013. *La financiación de la pyme: préstamo participativo vs capital riesgo*. s.l. : ENISA, 2013.

BVC. Bonsai Venture Capital. [En línea] <http://www.bonsaiventurecapital.com/>.

Callejon, María y Segarra, Agustí. 2011. *Instrumentos públicos de apoyo a la financiación de la pyme: Hechos Críticos y propuestas*. s.l. : Fundación Estudios Bursátiles, 2011.

Cantalapiedra, Mario. 2010. Seis diferencias entre factoring y descuento comercial. *Gestores de Riesgo y Morosidad*. [En línea] 21 de Julio de 2010. <http://www.gestoresderiesgo.com/cobros-y-recobros/seis-diferencias-entre-factoring-y-descuento-comercial>.

- Catarirneu, Eva y Pérez, Daniel. 2008.** *La Titulización de Activos por parte de las Entidades de Crédito: El modelo Español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial.* s.l. : Banco de España, 2008.
- Cazorla Papis, Leonardo. 2003.** *Problemática financiera de la PYME: Análisis teórico de los factores determinantes.* s.l. : Departamento de Dirección y Gestión de Empresas de la Universidad de Almería, 2003.
- CERSA.** Fondo Europeo de Inversiones. [En línea] <http://www.cersa-minetur.es/seccion/acerca-de-cersa/el-reafianzamiento-publico-1/fondo-europeo-de-inversiones-fei>.
- CIERVAL. 2009.** *Guía para la Financiación de Pymes.* s.l. : Generalitat Valenciana, 2009.
- Comisión de las Comunidades Europeas. 2001.** *El acceso de las empresas a la financiación.* Bruselas : s.n., 2001.
- Comisión Europea. 2006.** *La Nueva Definición de PYME.* s.l. : Publicaciones de Empresa e Industria, 2006.
- . **2010.** *Progress Microfinanciación.* [En línea] 2010. <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=es&catId=836>.
- Consejo Superior de Cámaras de Comercio. 2006.** *Financiación y Nuevos Instrumentos Financieros para la PYME.* 2006.
- de la Mata, Guadalupe. 2005.** *Nuevos Instrumentos financieros de apoyo a la financiación de las pequeñas y medianas empresas como estrategia de desarrollo local.* s.l. : Fondo Europeo de Inversiones, 2005.
- de Miguel, Enrique. 1996.** *Estructura de las Pymes en la Comunidad Valenciana.* Valencia : CEPYME, 1996.
- del Olmo, Francisco. 2013.** *La financiación de las pymes en España: un análisis en el marco de la Unión Europea.* Universidad de Alcalá : Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, 2013.
- Dirección General de Industria y de la PYME. 2014.** *Cifras PYME-Datos Mayo 2014.* 2014.
- . **2014.** *Estadísticas PYME: Evolución e Indicadores.* 2014.
- . **2013.** *Informe sobre la PYME 2012.* 2013. Colección Panorama PYME.
- ENISA. 2012.** *Informe Anual ENISA 2012.* s.l. : Ministerio de Industria, Energía y Turismo, 2012.
- European Central Bank. 2014.** *Survey on the access to Finance of SMEs in the Euro Area.* 2014.
- European Commission. 2013.** *Annual Report on European SMEs.* 2013.
- EVCA. 2014.** *2013 European Private Equity Activity : Statistics on Fundraising, Investments & Divestments.* Bruselas : s.n., 2014.
- . **2014.** *EVCA Annual Report 2013/2014.* Bruselas : s.n., 2014.
- FEBF. 2003.** *¿Qué son los préstamos participativos?* [En línea] 20 de Abril de 2003. <http://www.febf.org/medios/verpublicacion.php?ID=111>.

—. **2003.** Business Angels, más que capital, un compañero de viaje. [En línea] 28 de Agosto de 2003. <http://www.febf.org/medios/verpublicacion.php?ID=141>.

—. **2013.** EL MARF. [En línea] 28 de Julio de 2013. <http://www.febf.org/medios/verpublicacion.php?ID=555>.

—. **2014.** Empresa familiar y MARF. [En línea] 30 de Marzo de 2014. <http://www.febf.org/medios/verpublicacion.php?ID=584>.

—. **2012.** Una alternativa para las pymes. [En línea] 11 de Marzo de 2012. <http://www.febf.org/medios/verpublicacion.php?ID=492>.

Ferrer, M.A y Tresierra, Alvaro. 2009. *Las Pymes y las teorías modernas sobre estructura de capital.* 2009.

Galán, David. 2014. Bolsa General. *Reflexiones del caso Gowex.* [En línea] 7 de Julio de 2014. <http://www.bolsageneral.es/analisis/reflexiones-del-caso-gowex-por-david-galan/>.

Galindo, Jesús. 2014. Luzaro financia los proyectos de 85 empresas vascas con 34,5 millones de euros en 2013. *Empresa XXI.* Febrero de 2014.

García, Susana. 2006. *La titulización de derechos de credito futuros: Propuesta de una metodología aplicada a los peajes de autopista.* s.l. : Universidad Rovira i Virgili, 2006.

Gencat, Acció. 2013. A German funds takes 40% of Telemedicine Clinic. [En línea] 30 de Mayo de 2013. http://accio.gencat.cat/offices/shanghai/en/news/news_detail.jsp?id=tcm:213-171028&int=true&title=A+German+fund+takes+40%25+of+Telemedicine+Clinic.

Gimenez, Isabel. 2013. *La financiación de pymes y la crisis.* s.l. : Fundación Estudios Bursátiles, 2013.

Gómez, Jacinto y Gerardo, Luis. 2008. Información asimétrica: Selección adversa y Riesgo Moral. 2008, Vol. 170.

Guerrero, Carlos. 2013. Cómo funciona un fondo de capital riesgo. *El Blog de Carlos Guerrero.* [En línea] 16 de Junio de 2013. <http://www.carlosguerrero.es/2013/06/16/como-funciona-un-fondo-de-capital-riesgo-i/>.

Hall, G, Hutchinson, Patrick y Michaelas, N. 2000. *Determinants of the Capital Structures of European SMEs.* s.l. : Journal of Business Finance& Accounting, 2000.

Han, Ping. 2013. *Analysis on Financing Difficulties of SMEs in China and Corresponding Countermeasures.* s.l. : University of Michigan, 2013.

Hernanz, Carlos. 2014. ¡ Adiós al monopolio de la gran banca! La financiación alternativa se abre paso! [En línea] 1 de Abril de 2014. http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-04-01/adios-al-monopolio-de-la-gran-banca-la-financiacion-alternativa-se-abre-paso_110281/.

Jensen, Michael C. y Meckling, William H. 1976. Theory of the firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. [aut. libro] Journal of Financial Economics. 1976.

Kennet. 2007. Kennet invests in Telemedicine Clinic. [En línea] 2007. <http://www.kennet.com/news/kennet-invests-in-telemedicine-clinic/>.

- Kursar, Bailey. 2011.** Market Invoice. *Basel III- What is it, and how will affect SME lending*. [En línea] 3 de Agosto de 2011. <http://marketinvoice.com/2011/08/03/basel-iii-what-and-how-will-affect-sme-lending/>.
- Lawson. 2014.** Guía de subvenciones para emprendedores 2014. *ActivBva*. [En línea] 15 de Enero de 2014. <http://www.actibva.com/magazine/guias-practicas/guia-de-subvenciones-para-emprendedores-2014>.
- Lores Garcia, Josep. 2014.** Las SGR, un instrumento financiero eficaz para las pymes. 2014.
- Martí Pellón, Josep. 1994.** *La financiación de Pymes mediante capital riesgo*. Valencia : IMPIVA, 1994.
- Martinez Rodriguez, Santiago. 2010.** *Competitividad, Innovación y Empresas de Alto Crecimiento en España*. s.l. : Dirección General de Política de la PYME, 2010.
- Maudos, Joaquín. 2010.** El nuevo marco financiero internacional. *Un nuevo tsunami bancario: Basilea III*. [En línea] 14 de Septiembre de 2010. http://cincodias.com/cincodias/2010/09/14/economia/1284576946_850215.html.
- . **2013.** Las Restricciones financieras de las pymes españolas: la importancia del crédito bancario. s.l. : FUNCAS, 2013.
- Michaelas, N, Chittenden, F y Poutzioris, P. 1999.** Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Panel Data. *Small Business Economics*. 1999.
- Ministerio de Industria, Energía y Turismo. 2005.** *Definición de microempresas, pequeñas empresas y medianas empresas a partir de 1 de enero de 2005*. 2005.
- Montoto, Luis. 2013.** Intel toma el 100% de Indysis y ficha a Manchón para su equipo de I+D. [En línea] 12 de Septiembre de 2013. <http://sevilla.abc.es/economia/20130912/sevp-intel-toma-indisys-ficha-20130912.html>.
- Noguera, Marc. 2014.** Founder&Tips. *De un proyecto de investigación a la venta de Indysis a Intel*. [En línea] 28 de Abril de 2014. <http://foundersandtips.com/de-un-proyecto-de-investigacion-a-la-venta-de-indisys-a-intel-entrevista-a-pilar-manchon/>.
- OBSERVATORIO PYME. 2011.** *Informe sobre el crecimiento empresarial*. 2011.
- OECD. 2013.** *Financing SMEs and Entrepreneurs*. s.l. : OECD, 2013.
- Osteryoung, Jerome S. y Newman, Derek. 1993.** What is Small Business. *The Journal of Entrepreneurial Finance*. 1993, Vol. 2.
- Otero, L.A, y otros. 2006.** *Aproximación Empírica a los problemas financieros de la Pyme Industrial Gallega*. s.l. : Universidad de Santiago de Compostela, 2006.
- Petersen, M y Raghuram, G. 1994.** The benefits of lending relationship: evidence from small business data". *The Journal of Finance*. 1994.
- Press, Europa. 2014.** ASCRI. *El Gobierno crea la figura de ECR-Pyme que destinará más del 70% de su patrimonio a pymes*. [En línea] 7 de Julio de 2014. http://www.ascricri.org/noticia.php?seccion=3&subseccion=1&ID_NOTICIA=7360&busc_palabra=&busc_mes=&busc_anio=.

- PYME, Dirección general de la. 2009.** *Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas.* 2009.
- Renucci, Antoine. 2012.** *Private Equity.* s.l. : Université Paris Dauphine, 2012.
- . **2012.** *VC Industry.* s.l. : Université Paris Dauphine, 2012.
- Rojas, Arturo y López Somoza, Javier. 2013.** *Alternativas de Financiación para las pymes.* s.l. : FUNCAS, 2013.
- Sanchez, John, Osorio, Jaime y Baena, Ernesto. 2007.** *Algunas aproximaciones al problema de financiamiento de las Pymes en Colombia.* 2007.
- Servicio de Estudios BME. 2014.** *MAB Y MARF: mercados incipientes con datos muy positivos para la economía y las empresas.* 2014.
- SOGARPO. 2012.** *Claves para acceder a la financiación: Guía práctica para pymes.* 2012.
- Sogorb, Francisco. 2002.** *Estudio de los Determinantes de la Estructura de Capital de las Pymes: Aproximación empírica al Caso Español.* s.l. : Universidad de Alicante, 2002.
- Subdirección General de Apoyo a la PYME. 2014.** *Retrato de las PYME 2014.* 2014.
- TMC.** Telemedicine-Clinic Milestones. [En línea] <http://www.telemedicineclinic.com/our-company/milestones/>.
- Vaca, Juan. 2012.** *TESIS DOCTORAL: Análisis de los obstáculos financieros de las pymes para la obtención de crédito y las variables que lo facilitan.* s.l. : Universitat Politècnica de Valencia, 2012.
- Vidal, Javier. 2014.** *Q Renta. Los efectos colaterales del caso Gowex.* [En línea] 8 de Julio de 2014. <http://www.qrenta.com/2014/07/08/los-efectos-colaterales-del-caso-gowex/>.
- Villalón, Alberto. 2012.** *Instrumentos de Financiación para pymes.* Universidad de León : s.n., 2012.