Financiación de la pequeña y mediana empresa en España

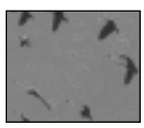
Evolución reciente de los principales instrumentos públicos de apoyo

ANTONIO GARCÍA TABUENCA*
FERNANDO MERINO*
DAVID RUBIO*

En este trabajo se analiza la importancia que han tenido los principales instrumentos de las políticas de apoyo a la financiación de las empresas. Para ello se parte de un estudio detallado de la situación financiera de las empresas, mostrando los rasgos característicos que tienen las PYME en los años finales de la década de los noventa. La existencia de diferencias notables, probablemente debidas a imperfecciones de los mercados financieros que se ligan al tamaño de las empresas, justifican estas políticas. Los instrumentos analizados son los más frecuentemente analizados y se relacionan tanto con el apoyo a los fondos propios de las empresas como a la financiación ajena de la que disponen.

Palabras clave: financiación de la empresa, instrumentos financieros, política económica, política PYME, estructura financiera, España.

Clasificación JEL: G30.



1. Introducción

Como es bien conocido, las empresas pequeñas y medianas son el conjunto de empresas al que se atribuye un mayor dinamismo y capacidad de adaptación al entorno económico. Por otro lado hay que señalar que muchas de las que pueden llegar a ser grandes empresas empiezan como empresas pequeñas o medianas y según su desarrollo podrán llegar a desarrollar todas sus capacidades. Si a ello se le añade el hecho de que, en la mayoría de los países europeos, entre los que se encuentra España, este conjunto de empresas es el que genera una gran parte de los puestos de trabajo, no sorprende que las PYME sean objeto de una atención especial, tanto desde el ámbito académico como el político.

En este trabajo se aborda el estudio de los principales instrumentos de política económica dirigidos al apoyo de la estructura financiera de las empresas, que lógicamente tienen una gran incidencia en el conjunto de las empresas españolas de menor tamaño (1). Para ello, se presenta en primer lugar, el «estado de la cuestión» sobre financiación y tamaño empresarial. En la segunda sección se analiza, a partir de la fuente estadística

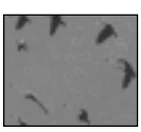
* Universidad de Alcalá y SERVILAB.

(1) Este artículo forma parte de un proyecto de investigación más amplio, llevado a cabo en SERVILAB en el que se analiza la relación entre tamaño estructura financiera empresarial a partir de distintas fuentes estadísticas alternativas con una perspectiva temporal muchos más amplia, y se realiza un estudio mucho más pormenorizado de todos los instrumentos existentes.

SABE la evolución y comportamiento de las empresas españolas en el ámbito de la financiación. En la tercera sección se repasan los principales instrumentos financieros utilizados por las Administraciones Públicas para compensar parcialmente las mayores dificultades a que se enfrentan las unidades productivas pequeñas y medianas a la hora de acceder al crédito y a su coste. Finalmente, se muestran las principales conclusiones del trabajo.

2. Financiación y PYME

En los últimos veinte años ha aumentado notablemente el interés publico y el de la investigación académica por el fenómeno de la pequeña y mediana empresa (PYME) y su papel en la economías contemporáneas. Ha llamado la atención y se ha debatido en numerosos foros la sorprendente dinámica de entrada y salida de estas empresas en los mercados, adaptándose con rapidez a las nuevas formas productivas, a los cambios tecnológicos y a la evolución de la demanda. Como consecuencia de ello, las PYME se han convertido en epicentro de la vida económica, al ser las principales creadoras de empleo, lo cual adquiere especial significado en los países de la Unión Europea que vienen mostrando dificultades a la hora de combinar adecuadamente el aumento de la productividad del trabajo y la necesidad de crear empleo. En este marco, el estudio y comprensión de la financiación de la pequeña y mediana empresa está teniendo gran relevancia.



La literatura y el debate generalizados actualmente sobre las finanzas empresariales reconocen la existencia de restricciones financieras en las decisiones de inversión. En la práctica se acepta la inexistencia de los mercados financieros perfectos y, por tanto, que la estructura de capital de una empresa no es irrelevante. Se suele suponer también, siguiendo a Brealey y Myers (1991) (2), que las decisiones de inversión y financiación no pueden estar completamente separadas, como se deduciría del «Teorema de la separación de Fisher» (2) o de las proposiciones originales de Modigliani y Miller. Sin embargo, existen imperfecciones significativas que modifican sustancialmente el sencillo y controvertido planteamiento de estos autores sobre la irrelevancia de la estructura financiera de las empresas.

Estas imperfecciones, en lo que se refiere al acceso de las PYME a recursos para la financiación de sus proyectos, de acuerdo con las principales corrientes de pensamiento, entre las que cabe destacar a Salas (1990 y 1996) y Maroto (1993, 1996 y 1997) de los autores españoles, y a Stiglitz y Weiss (1981 y 1992), Greenwald, Stiglitz y Weiss (1984) y Brewer *et al* (1996) de los autores extranjeros, pueden sintetizarse en tres:

1) La hipótesis de la *información asimétrica*, que sostiene que los empresarios o directivos de una empresa están mejor informados sobre el presente y el futuro de la empresa y de sus proyectos. El prestamista que por opacidad de información se enfrenta al desconocimiento del valor real de los proyectos de inversión, disminuirá la financiación al prestatario, en lo que se conoce como un problema de «selección adversa» u oportunismo precontractual. Asimismo, puesto que el prestamista desconfía del uso real que el prestatario va a hacer con los recursos prestados, reducirá también el volumen de recursos prestados, constituyendo un problema de «riesgo moral» u oportunismo postcontractual.

No obstante, dado que los inversores ajenos o prestamistas someten a las empresas a un coste y garantías superiores en la cesión de sus fondos (para compensar los problemas de selección adversa y riesgo moral), la empresa reacciona tratando de reducir las desconfianzas y lograr optimizar su estructura financiera.

(2) Estos autores citan que aun cuando el trabajo de MODIGLIANI y MILLER fue publicado en 1958, su tesis básica fue ya propuesta en 1938 por J. B. WILLIAMS y, en cierta medida, por David DURAND en 1952, en sus trabajos respectivos *The Theory of Investment*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1938, y «Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trend and Problems of Measurement», en *Conference on Research in Business Finance, National Bureau of Economic Research*, Nueva York, 1952.

(3) En *The Theory of Interest* (1930), una vez admitida la perfección de los mercados de capitales, la decisión de inversión por parte del empresario depende de las expectativas de rentabilidad asociadas a la inversión y del tipo de interés, puesto que el mercado permitirá 'separar' esta decisión de las condiciones personales de dicho empresario para llevar a cabo su decisión inversora. Ambas fuentes de financiación son perfectamente sustituibles en un mercado que admite cualquier nivel de endeudamiento y de plazos.

2) La segunda hipótesis está basada en el *tratamiento fiscal diferenciado* de lo que son recursos propios y ajenos, por lo que una empresa diseña su estructura financiera intentando minimizar este coste fiscal.

3) Finalmente, se encuentra la hipótesis derivada de la *teoría de los costes de transacción*, que considera a la empresa como un conjunto de contratos entre varios agentes que toman un riesgo empresarial, accionistas, prestamistas (financiadores, en general), proveedores y clientes. Desde esta perspectiva, el diseño de la política financiera de la empresa trata de minimizar estos costes de transacción, que incluyen los conflictos de intereses potenciales entre las partes, constituyendo lo que ha sido denominado *conflictos de agencia*.

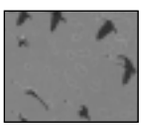
Finalmente, se ha considerado también que la falta de reputación de las empresas jóvenes genera desventajas entre las de menor tamaño, bajo control del propietario o único accionista, habitualmente de menor edad. Ello ha servido de base para sustentar el enfoque de la denominada teoría sobre la jerarquía de las fuentes financieras elegidas por las empresas (Myers y Majluf, 1984), que parte de las limitaciones con que éstas se encuentran a la hora de acceder a fuentes externas de financiación. Las empresas pequeñas recurren en mayor medida a la financiación interna o a recursos generados internamente. Sólo cuando los recursos internos, mucho más flexibles a la hora de planificar las inversiones no son suficientes, las empresas recurren a fuentes de financiación externa (Melle, 2001). Esta misma teoría de la jerarquía de las fuentes financieras fundamenta la preferencia de las empresas por la financiación externa sin coste explícito frente a la externa con coste explícito; es decir la financiación mediante el acceso a los proveedores antes que la financiación mediante recursos ajenos de origen bancario.

3. Sistema de Análisis de Balances Españoles (SABE)

La utilización de la información estadística contenida en el Sistema de Análisis de Balances Españoles (SABE) permite destacar una serie de aspectos fundamentales de la estructura financiera de las empresas españolas, con las características y limitaciones específicas de esta fuente estadística. Entre las principales, se encuentra que tiene su origen en las cuentas depositadas por las empresas en los registros mercantiles, suponiendo, por tanto, una fuente de gran valor y alternativa a la Central de Balances del Banco de España que ha sido la tradicional en estos estudios. La principal limitación es la escasa cobertura temporal, existiendo únicamente un conjunto amplio de empresas en la misma desde el ejercicio de 1996, por lo que los resultados que se presentan se refieren a los valores medios del periodo 1996-1999.

Los resultados recogidos en el Cuadro 1 dejan clara la existencia de una relación entre el tamaño y la estructura financiera. Con la excepción de las microempresas, los resultados muestran que a medida que se avanza a tramos de tamaño mayores se observa un mayor peso de los recursos propios. Ello supone que, en la medida en que la financiación externa obtenida libremente en el mercado condicione los proyectos de inversión a acometer (por ejemplo, evitando los de más riesgo), las PYME se verán dificultadas para llevarlos a cabo. Además, la financiación permanente (recursos propios más ajenos a largo plazo) también exhibe una relación claramente creciente en función del tamaño de la empresa, desde poco más del 42 por 100 para las microempresas a más del 51 por 100 para las empresas más grandes.

Para estudiar un aspecto complementario sobre la dotación de los recursos propios, se ha puesto en relación el peso de esta partida con el que tienen los elementos del activo fijo. En principio, cabe plantear que un valor unitario de la relación entre los recursos propios y el activo fijo sería la situación óptima, pues se estarían financiando con recursos propios aquellos elementos del activo más necesarios y que con mayor dificultad se pueden hacer líquidos. A la vista de estos resultados, cabe señalar que las empresas pequeñas tienen, proporcionalmente, una dotación de financiación permanente en su pasivo superior a las grandes en términos de los elementos de activo que tienen carácter inmovilizado, pues mientras que en las microempresas la financiación permanente supone 1,36 veces el activo fijo, en las empresas grandes supone sólo 1,1 veces.

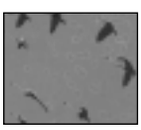


CUADRO 1
ESTRUCTURA FINANCIERA DE PASIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS
(Media 1997-1999)

Pasivo	Micro	Pequeñas	Mediamas	Grandes
RECURSOS PROPIOS	28,8	32,9	34,5	35,4
RECURSOS AJENOS	70,4	65,9	63,6	61,1
Recursos ajenos a largo plazo	13,2	11,3	13,7	16,1
Con entidades de crédito	10,7	9,1	10,7	11,9
Resto	2,5	2,2	3,0	4,2
Recursos ajenos a corto plazo	57,2	54,6	49,9	44,9
Con entidades de crédito	19,6	18,1	16,2	12,1
Acreedores comerciales	26,8	28,1	23,6	19,6
Resto	10,8	8,5	10,0	13,2
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	0,2	0,3	0,7	2,0
Crédito bancario-total pasivo	30,3	27,2	26,9	24,1
Crédito bancario-recursos ajenos	43,0	41,2	42,4	39,4

Fuente: Elaboración propia a partir de Sistemas de Análisis de Balances Españoles (SABE).

Por otro lado, se observa que el nivel de bancarización es superior en las empresas pequeñas que en las grandes. La causa de ello puede encontrarse en que en la medida en que los intermediarios financieros son agentes especializados en la valoración de riesgos, es razonable que tengan un mayor peso en aquellas empresas con mayores dificultades para transmitir sus características intrínsecas a los proveedores de fondos menos profesionalizados. Es evidente que cuanto menor sea el tamaño de las empresas mayores serán estas dificultades, por lo que la relación observada resulta coherente con esta hipótesis.



COLABORACIONES

Diferenciando en función del horizonte temporal, los resultados recogidos en el Cuadro 1 también ponen de manifiesto que la financiación ajena a largo plazo es proporcionada en mayor medida por agentes distintos a las entidades de crédito cuanto mayores sean las empresas. Ello puede entenderse, también, como una corroboración de la hipótesis de una mayor facilidad para el acceso a los mercados de capitales.

El mayor peso que tiene la financiación permanente en las empresas grandes se corresponde, lógicamente, con un mayor peso de los recursos ajenos a corto plazo cuanto menor sea el tamaño de las empresas considerado. Dentro de esta financiación ajena a corto plazo, como se recoge en el Cuadro 1 (con la excepción de las microempresas), cuanto menores son las empresas más utilizan los recursos proporcionados por las entidades de crédito o los acreedores comerciales, en consonancia con la hipotética existencia de dificultades para transmitir la información necesaria a aquellos suministradores de fondos menos profesionales o más lejanos a la empresa.

A modo de resumen puede señalarse que el estudio de la información contenida en SABE permite constatar la existencia de una estructura financiera claramente diferente en las empresas según su tamaño, lo que se ha puesto claramente de manifiesto que el tamaño es un factor que incide en esta relación. En todo caso, debe matizarse que las llamadas microempresas (aquéllas que tienen menos de 10 trabajadores) suponen en muchos casos la excepción en la relación presentada, pero es necesario tener en cuenta tanto el reducido número de observaciones de microempresas, como el hecho de que se trata de sociedades con unas características muy especiales en las que el patrimonio de los propietarios, habitualmente muy implicados en las actividades de la empresa, suele ligarse a la empresa como forma de ofrecer garantías para préstamos, o incluso por motivos fiscales.

4. Principales instrumentos públicos de financiación para la PYME

En esta sección se exponen los instrumentos más utilizados por las Administraciones Públicas para la promoción de los recursos financieros en favor de las PYME, específicamente los dispuestos por la Administración Central. En primer lugar se analizan los relacionados con los recursos ajenos. Para paliar el problema del racionamiento del crédito y el coste del mismo se han utilizado tradicionalmente dos instrumentos básicos: la prestación de garantías y la bonificación

del crédito bancario. En segundo lugar se muestran las principales características de aquellos que han sido diseñados para fortalecer la estructura de los fondos propios de las empresas.

4.1. Instrumentos enfocados a los recursos ajenos

Bonificación de tipos de interés

Entre las medidas más tradicionales y extendidas se encuentra la subsidiación del tipo de interés de los préstamos concedidos por las entidades de crédito. La Administración Central viene aplicándola, de una manera u otra, a lo largo de las dos últimas décadas. Las Comunidades Autónomas también comenzaron a utilizarla cuando tuvieron capacidad para ello.

Las tres principales razones que han servido de justificación institucional (y, en general, doctrinal) para que se interviniera en el mercado bonificando el coste de los intereses de los recursos ajenos a medio y largo plazo han sido la escasez o racionamiento del crédito, el endeudamiento más *bancarizado* de las PYME y el mayor coste de la deuda. Con ello se perseguía reducir las supuestas imperfecciones de los mercados en la asignación de capital.

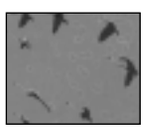
En la actualidad, esta figura financiera permanece vigente desde un triple punto de vista: como instrumento anticíclico de política económica destinado a aumentar la demanda agregada, como instrumento de financiación de políticas finalistas no cubiertas por el mercado (innovación, I+D, creación e internacionalización de empresas, determinadas mejoras medioambientales, etc) y como instrumento de política regional en las zonas de menor desarrollo relativo, las afectadas por declive industrial o por desastres naturales.

En el pasado, el IMPI (hoy Dirección General de Política de la *Pyme*) empleó este instrumento arraigado en la cultura empresarial prácticamente desde su creación, si bien haciéndolo evolucionar en el tiempo en función de la configuración del ciclo económico y, sobre todo, con el desarrollo de las instituciones financieras y el tejido empresarial. Con la aprobación de la *Iniciativa Pyme de Desarrollo Industrial 1994-1999* se inició una etapa que añadía valor a los sistemas anteriores: la bonificación de los intereses de préstamos concedidos a la PYME siempre que contasen con aval de SGR. Precisamente la *Iniciativa* perseguía entre sus principales objetivos la homologación y normalización del sistema de garantías a partir de la nueva ley de 1994.

Por su lado, el ICO puso en marcha la *línea PYME* a principios de los noventa. Con ella el Instituto Oficial canaliza sus fondos, captados mediante emisiones en el mercado financiero, a las empresas a través de las entidades de crédito con las que mantiene convenios, de forma tal que las empresas pueden acceder a estos fondos acudiendo directamente a su banco o caja. Con ello se agilizan y simplifican de manera significativa los procesos de tramitación. En el convenio que firma el Instituto con las entidades bancarias se establecen la cobertura de riesgos, los plazos de duración de los préstamos y los tipos de interés, asegurando un margen para las entidades y respetando su independencia a efectos de formalizar las operaciones que les convengan de acuerdo con sus normas internas de análisis de riesgo. Entre 1993 y 2001 se ha dispuesto de más de 17.000 millones de euros para préstamos bonificados a pequeñas y medianas empresas.

Sistema de garantías

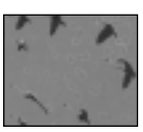
El sistema español de garantías, con una existencia de más de veinte años, es uno de los más emblemáticos de promoción de la financiación. Sin embargo, sus escasos resultados parecen correr paralelos a algunas de las limitaciones a las que se ha enfrentado la acción pública en el área de la PYME. La nueva normativa sobre SGR a partir de la ley de 1994, con la que pasan a ser consideradas entidades financieras, el mayor protagonismo de las Administraciones Regionales y el nuevo sistema de reafianzamiento (marco financiero estable por parte del Estado) abren un camino más seguro y ambicioso a las veintiuna entidades españolas, que desde el año 1978 hasta 2000 habían formalizado 225.000 avales por un importe de 983.000 millones de pesetas y contaban con un riesgo vivo limitado a un volumen de



CUADRO 2
DATOS ACUMULADOS DEL SECTOR SGR
(A 31 de diciembre de 2000)

Datos sobre avales	Número	Cuantía (millones de euros)
Solicitados	132.528	9.267,5
Concedidos	104.161	6.402,1
Formalizados	224.995	5.908,9
Vigentes	54.890	2.441,6
Riesgo vivo	–	1.989,1
Distribución sectorial (%)		
Primario	2,3	3,0
Industrial	18,7	33,7
Construcción	34,4	16,1
Servicios	29,4	30,2
Comercial	15,2	16,9
Distribución prestamistas de riesgo (%)		
Banca privada	12,4	24,6
Cajas de ahorro	18,0	37,5
Cooperativas de crédito	2,8	5,8
Otras entidades	0,6	0,9
Proveedores	4,4	3,6
Avales técnicos (Administraciones Públicas)	56,2	23,9
Otros	5,6	3,6
Garantías complementarias (%)		
Real	10,8	35,9
Personal	51,7	38,2
Sin garantía	37,5	25,9
Plazos del riesgo (%)		
Menos de 12 meses	7,9	4,1
Entre 12 y 36 meses	16,9	11,5
Más de 36 meses	75,2	84,4
Destino del aval (%)		
Inversión	27,0	58,8
Circulante	6,9	9,7
Fianzas (avales técnicos)	56,9	23,0
Otros	9,2	8,5
Número de socios		
Protectores	973	
Partícipes	64.168	
Capital (millones de euros)		
Suscrito	160,6	
Desembolsado	146,8	
Contribución (nº de puestos de trabajo)	320.840	

Fuente: CESGAR.



COLABORACIONES

331.000 millones de pesetas (4). De ahí que Torrero (1995) se haya referido a estos instrumentos de intermediación (SGR, capital riesgo...) como una solución empresarial minoritaria.

Tres son los aspectos que es necesario considerar para realizar un análisis ponderado sobre el sector de garantías en España y en Europa. En primer lugar, la propia evolución del sector empresarial y el desempeño innovador de su actividad: en la medida que una PYME se moderniza tiene menos dificultades para acceder a recursos ajenos. En segundo, la evolución de las entidades de crédito beneficiarias de los avales: las más conservadoras seguirán rechazando operaciones o aceptando los avales sólo si cobran una prima de riesgo, mientras que las más agresivas buscarán, en el nuevo marco de competencia financiera, empresas clientes entre las que tengan menor dependencia de las garantías tradicionales y mejores sistemas propios de evaluación de los riesgos empresariales. El tercer ámbito a estudiar está directamente relacionado con el compromiso público y presupuestario que asuman las Administraciones Públicas, sin vaivenes y con el debido rigor de seguimiento, como se ha hecho en países avanzados de fuera de la esfera europea.

Algunas SGR han mantenido un paso firme en todo el proceso de transformación y nueva regulación del sector, lo cual es positivo ante las abundantes reticencias de algunos medios, sobre todo financieros, en relación al funcionamiento del sector de garantías. En este sentido, además de otras más pequeñas, Elkargi del País Vasco, la SGR Valenciana e IBERAVAL (del proceso de fusión entre las SGR de Castilla y León: SOTECA y SOGACAL) sobresalen no sólo por el número de operaciones realizadas y el volumen de riesgo vivo, sino por su apreciable buena gestión. Entre las tres, a finales de 2000, gestionaban cerca de 200.000 millones de pesetas; es decir, entre las tres sociedades más activas se gestionaba cerca de dos terceras partes del total de riesgo vivo expuesto por las 21 SGR legalmente constituidas, lo cual da una idea de la desigual actividad de unas y otras SGR.

4.2. Instrumentos enfocados a los recursos propios

El apoyo financiero en los recursos propios requiere considerar en primer lugar la figura del *capital riesgo*. Por otro lado, se sitúan fuentes híbridas de financiación empresarial (recursos propios y ajenos), los *mercados bursátiles para* PYME y la técnica de la *titulización de activos.*

Capital riesgo

El *capital riesgo* ha tenido en España un crecimiento continuo pero lento desde su aparición en

(4) Como magnitud comparativa puede señalarse que en diciembre de 1994 las PYME españolas estaban recibiendo, 16,2 billones de pesetas de los intermediarios crediticios (POVEDA, 1996).

CUADRO 3
INVERSION TOTAL Y NUMERO DE INVERSORES

Países	1994		1995		1997		1998	
	Inversión (millones euros)	Número inversiones	Inversión (millones euros)	Número inversiones	Inversión (millones euros)	Número inversiones	Inversión (millones euros)	Número inversiones
Europa-17	5.440	5.546	4.466	4.955	9.655	6.252	13.517	7.628
Reino Unido	2.232	1.954	2.595	1.716	4.428	1.686	7.105	2.018
Francia	1.072	1.442	838	994	1.248	1.551	1.777	1.544
Alemania	790	740	656	762	1.362	1.087	1.948	1.513
Holanda	318	400	460	280	760	425	1.059	707
Italia	268	202	249	220	603	234	933	267
España	111	220	159	218	262	244	363	244

la década de los setenta. Nació de la mano del sector público para impulsar el desarrollo industrial con una cierta orientación regional, la cual fue asumida como propia e impulsada por los gobiernos regionales resultantes de la consolidación de las Comunidades Autónomas, que crearon sus propias iniciativas (Martí, 1996). En general, estas iniciativas, tras varios años de implantación, han mostrado sus limitaciones, que se derivan tanto de la propia naturaleza del capital riesgo y su estrecho marco normativo (el de 1986) y fiscal (con reformas en 1992 y 1997), como de la inadecuada utilización política de este instrumento de corte financiero-empresarial. También desde la perspectiva de la demanda (Mora, 1995) queda patente que son muy pocas las PYME españolas con proyectos que cumplan los requisitos imprescindibles para hacerlos atractivos al capital riesgo. Hasta que apareció la nueva ley de 1999, el sistema estaba caracterizado por ciertos rasgos peculiares que hacían de esta actividad un negocio para *iniciados* (Plaza, 1997), ajeno a la formación y cultura financiera media del empresariado español.

En el conjunto europeo, el capital riesgo constituye una fórmula de financiación vinculada preferentemente a situaciones poco convencionales de la vida de las empresas, en particular de las pequeñas y medianas empresas. Si bien parecería una fórmula llamada a participar en las primeras etapas de la actividad empresarial, la tendencia experimentada a lo largo de la década de los noventa se orienta hacia su concentración en operaciones de expansión de empresas ya consolidadas, operaciones de compra con endeudamiento, resolución del problema sucesorio en las empresas familiares y operaciones de salida a bolsa. Cada vez más, el capital riesgo es contemplado como una actividad eminentemente financiera con peculiaridades fiscales para su estímulo.

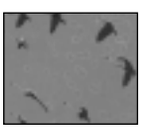
Este comportamiento responde a la lógica financiera del mercado de capitales y, en este sentido, la actividad del capital riesgo ha venido teniendo un comportamiento procíclico, alejado de la función que, como instrumento de promoción empresarial, debería tener en las fases recesivas de la mano de diversos agentes públicos.

Es posiblemente en el hecho anterior donde radica la diferencia del capital riesgo europeo en relación con el desarrollo de esta actividad en los EEUU, país en el que aparece mucho más vinculado al nacimiento y consolidación de empresas innovadoras y de base tecnológica. Sin embargo, esta preferencia no es tanto atribuible a una acción benefactora del capital privado cuanto a la lógica de funcionamiento un mercado de capitales mucho más amplio y profundo que el que existe en Europa, pero al que debe tender como consecuencia de la adopción del euro como moneda única.

La actividad europea de la industria de capital riesgo supone el 0,185 por 100 del PIB (1998), 2,4 veces más de lo que representa en España proporcionalmente. En otros órdenes de magnitud, en 1998 el valor de la cartera de sociedades participadas en España era el 2,3 por 100 del total europeo; la actividad inversora de los operadores españoles de capital riesgo supuso el 2,6 por 100 del total europeo y los nuevos recursos captados en el ejercicio suponían el 3,4 por 100 de los captados en Europa. El patrón inversor de los operadores de capital riesgo europeos y españoles es, aproximadamente, el mismo: existe una clara preferencia por las operaciones de expansión, reemplazamiento y compra con endeudamiento en empresas de los sectores tradicionales de la

industria y los servicios. No obstante, en términos relativos, la inversión española en las primeras etapas es mayor que en el conjunto europeo (período 1994-1999) y predomina la inversión en operaciones de expansión, sobre las de reemplazamiento y *buy-out*, al contrario de lo que sucede en la media europea.

En cuanto al origen de los recursos captados para operaciones de capital riesgo en Europa, a diferencia de los que ocurre en España, los inversores institucionales, los fondos de pensiones y las compañías aseguradores se muestran más activos. Por el contrario, una parte importante de la actividad del capital riesgo española aparece vinculada a la banca. Asimismo, es significativa la tendencia más acusada en España de pérdida de importancia relativa de los agentes públicos en el ámbito del capital riesgo. Esta tendencia es contraria a la europea, aunque, en cualquier caso, la acción de los agentes públicos continentales apenas superaba el 5 por 100 de la actividad total en 1998.



Segundos mercados bursátiles

A pesar del empeño puesto por Gobiernos, las más importantes Bolsas Oficiales y la propia Comisión Europea, los resultados de los segundos mercados bursátiles como opción para facilitar la mejora de la estructura financiera de las PYME en Europa han tenido un éxito relativo, en la medida en que no se han alcanzado los ambiciosos objetivos perseguidos, con la excepción del Reino Unido.

El caso español no ha escapado a esta corriente, pese a una primera regulación por el Gobierno ya en 1986, al amparo de las Bolsas Oficiales. Las razones de estos resultados poco brillantes se han derivado fundamentalmente del escaso volumen de negocio, la iliquidez que han de soportar los títulos que se negocian y los altos costes de colocación.

Ello contrasta con el éxito de la experiencia norteamericana del *NASDAQ* (*National Association Securities Dealers Automated Quotation*) aparecido en el año 1971. Este mercado automatizado a escala nacional asegura un rápido intercambio de información y condiciones de precio y volumen de títulos representativos de empresas de reducido tamaño que no cotizan en el primer mercado. Este mercado *over-the-counter* ha experimentado un crecimiento vertiginoso en los últimos años. El Índice *NASDAQ-100* había crecido al final del ejercicio de 1999 un 1.749 por 100 con respecto a 1991.

Frente a esta realidad, Europa, que intentó emular el éxito norteamericano a través de la EVCA (*European venture capital Association*) y la creación del EASDAQ, presenta una situación más compleja y fragmentada. Algunos de los obstáculos regulatorios, institucionales y legislativos deberían irse eliminando por la vía de la armonización y la convergencia, a lo cual se unirá el efecto positivo que cabe esperar de la adopción del euro por todos los países de la Unión. Todo ello contribuye a un funcionamiento más eficiente de un mercado único de capitales en el que lo relevante no será tanto la existencia de una o varias *lonjas de contratación*, sino el funcionamiento óptimo de las mismas, sirviendo para la canalización del ahorro europeo hacia las empresas de forma competitiva (5).

En el caso español, la regulación de 1999 sobre el Nuevo Mercado ha optado por crear un segmento específico del mercado, dentro de la bolsa de valores español, en el que coticen los valores expuestos a mayores riesgos que los convencionales. La mayor flexibilidad en las condiciones para admisión a contratación y las obligaciones informativas más estrictas lo diferencian respecto al mercado tradicional.

Titulización de activos

Todavía como experiencia de proyectos piloto (sus antecedentes legales son la normativa de titulización hipotecaria de 1992 y la Ley de Transpo-

(5) En el momento de redactarse estas páginas, la prensa especializada recoge la noticia (EL PAÍS-NEGOCIOS, 20 de enero de 2002) del acuerdo por el que las cuatro bolsas que operan en España, los mercados de renta fija (AIAF y Senaf), el mercado de futuros y opciones, la sociedad encargada de la liquidación, la sociedad rectora del mercado de futuros y el mercado de opciones y futuros sobre cítricos, han acordado unirse en una sociedad holding «con el fin de competir ante los procesos de fusiones que se viven en Europa». Como puede observarse los cambios en el sistema financiero español, como consecuencia de las tendencias señaladas en este trabajo, se producen día a día.

CUADRO 3
ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ESPAÑOLAS

Activos	Miles de millones de pesetas						Millones de euros	
	1985	%	1990	%	1995	%	2000	%
Billetes	1.919	5,93	4.043	6,88	6.988	7,89	53.341	4,71
Depósitos a la vista	2.379	7,35	5.350	9,10	5.728	6,47	58.652	5,18
Depósitos ahorro/plazo	16.655	51,48	26.667	45,38	36.558	41,29	306.317	27,06
Valores corto plazo	596	1,84	2.489	4,24	1.605	1,81	3.571	0,32
Obligaciones	2.116	6,54	1.683	2,86	2.237	2,53	17.519	1,55
Acciones	3.832	11,84	7.686	13,08	7.532	8,51	364.203	32,17
Fondos de inversión	115	0,36	980	1,67	10.650	12,03	143.328	12,66
F. pensiones y rvas. vida	683	2,11	4.545	7,73	10.390	11,74	149.023	13,16
Otros *	4.057	12,54	5.325	9,06	6.843	7,73	36.124	3,19
Total activos financieros	32.057		58.768		88.531		1.132.078	
PIBpm	28.201		50.145		69.722		526.372	
ACTIVOS/PIB		114,72		117,20		126,98		215,07

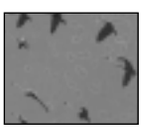
*** Deuda prestada a sus empresas, principalmente.**
Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras de la Economía Española; Bolsa de Madrid y elaboración propia.

sición de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria de 1994), la *titulización de activos*, como instrumento de financiación de la PYME, está basada en la movilización de recursos crediticios o de otros derechos que han sido puestos a disposición de estas empresas, desafectándolos de los balances de las entidades prestamistas u otorgantes de aquellos derechos. Como consecuencia de su posterior homogeneización y emisión de valores negociables generaría nueva liquidez que podría ser reutilizada. Este instrumento constituye, por tanto, un proceso de desintermediación financiera basado en la figura mercantil de la cesión del crédito. La mejora de la regulación ha permitido abrir nuevos espacios a este instrumento financiero, específicamente con un Decreto de 1998 que reguló los fondos de titulización y las Sociedades Gestoras de dichos fondos.

Este fenómeno de la titulización de activos para PYME se inscribe en la evolución que viene manteniendo la economía española desde la mitad de la década de los años ochenta. Con ello parece que se están sentando las bases para que los objetivos de rentabilidad de los sectores financiero y real de nuestra economía tengan cada vez más espacios de complementariedad.

Sin embargo, la titulización de activos puede tener efectos ambiguos en las circunstancias actuales de la economía española. El crecimiento del crédito debido a la disminución de los tipos de interés puede generar un volumen suficiente de fondos como para que sea posible titulizar buena parte de ellos. Por otra parte, la unión de estos mismos bajos tipos de interés con la liquidez imperante en el sistema y la competencia en el sector bancario por captar clientes tienden a reducir el margen disponible para emitir bonos de titulización con rentabilidades atractivas frente a otros productos financieros una vez descontados los costes de gestión.

En España se han abordado varias iniciativas de titulización de activos para PYME a lo largo de la década de los noventa. Sin embargo, el proceso titulizador únicamente se ha materializado con éxito en el mercado hipotecario y en el de la deuda de las compañías eléctricas. En las operaciones más recientes que han tenido lugar en España de titulización de préstamos concedidos a pequeñas y medianas empresas (años 2000 y 2001), se ha venido utilizando el aval público a las emisiones de bonos como medio de mejora en el 75 por 100 del nominal emitido. A cambio, las entidades cedentes han debido garantizar, al menos, que un 40 por 100 de la liquidez generada revertiera en nuevos préstamos a PYME.



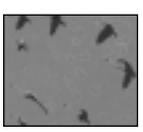
5. Conclusiones

En este trabajo se ha analizado la relación entre la estructura financiera de las empresas y el tamaño de las mismas. Los resultados han puesto de manifiesto la existencia de una relación directa entre el tamaño empresarial y el peso de los fondos propios, e incluso con la financiación permanente. Evidentemente, ello puede condicionar las posibilidades de competir de este importante con-

junto de empresas, que por otro lado, se ha mostrado en muchos sectores como uno de los más dinámicos y capaces de generar empleo.

Dado que la teoría sugiere que la existencia de imperfecciones en los mercados financieros (debido a los problemas de información asimétrica entre prestamista y prestatario, la existencia de costes fijos importantes que impiden que las empresas de menor dimensión accedan a mercados bursátiles, etc) puede explicar esta desigual estructura, se han desarrollado múltiples iniciativas por parte de los poderes públicos que tratan de compensar estas limitaciones. En este trabajo se han estudiado las características e importancia de las distintas políticas que se han ido desarrollando, concretamente las bonificaciones de tipos de interés, los sistemas de garantía recíproca, el capital riesgo, los segundos mercados bursátiles y la titulización de activos.

Bibliografía



1. BREALEY, R.A. y MYERS, S.C. (1991): *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill. Existe versión española: *Fundamentos de la Financiación Empresarial* (cuarta edición), McGraw-Hill, Madrid, 1995, pp. 479 y ss.
2. BREWER III, E.; GENAY, H.; JACKSON III,W. y WORTHINGTON, P. (1996): «How are small firms financed? Evidence from small business investment companies», *Economic Perspectives*, XX- 6, pp. 2-18.
3. GREEWALD, B.; STIGLITZ, J. E.; y WEISS, A. (1984): «Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations», *The American Economic Review*, papers and proceedings of the 96th. Meeting of the American Economic Association, mayo, pp. 194-199.
4. MAROTO, J.A. (1993), «La situación económico-financiera de las empresas españolas y la competitividad. Aspectos generales y particulares de la financiación de las PME», *Economía Industrial*, nº 291, mayo-junio, pp. 89-106.
5. MAROTO, J.A. (1996): «La estructura económico-financiera de las PYME españolas y sus fuentes de financiación», en IMPI (edit.), *Informe Anual. La pequeña y mediana empresa en España, 1995*, Madrid, pp. 93-141.
6. MAROTO, J.A. (1997): «Estructura financiera y crecimiento de las *Pymes*», *Economía Industrial*, 310, pp. 29-40.
7. MARTI, J. (2001): *El capital inversión en España, 2000 (Capital Riesgo y Capital Desarrollo)*, Editorial Civitas, Madrid.
8. MELLE HERNANDEZ, M. (2001), «Características diferenciales de la financiación entre las *PYME* y las grandes empresas españolas», *Papeles de Economía Española*, nº 89/90, Págs. 140-166.
9. MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1993): *Economía, organización y gestión de la empresa*, Ariel Economía, Barcelona, pp. 528-536.
10. MORA, A. (1995): *Proyecto de Redes Financieras para la promoción industrial*, proyecto de investigación para IMPI elaborado por la Unidad Docente de Estructura Económica de la Universidad de Alcalá, documentos de trabajo IMPI, Madrid.
11. MYERS, S. C. y MAJLUF, N.S. (1984): «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, nº 13, pp. 187-221.
12. PLAZA, J. (1997): «El régimen del capital riesgo en España en perspectiva», documento interno de trabajo, AXIS Participaciones Empresariales, S.A., Madrid.
13. POVEDA, R. (1996): «La financiación y la PYME en España» en CERSA (Edic.), *Financiación de la PYME: El Nuevo Modelo de Reafianzamiento*, Madrid.
14. SALAS, V. (1990): «Instrumentos financieros en la creación de empresas: análisis desde la economía de los costes de transacción», *Economía Industrial*, 272, pp.23-38.
15. SALAS, V. (1996): «Factores estructurales de la financiación de la PYME: valoración y recomendaciones», *Revista Asturiana de Economía*, 6, pp. 29-39.
16. STIGLITZ, J. E. y WEISS, A. (1981), «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, nº 71, pp. 393-410.
17. STIGLITZ, J.E. y WEISS, A. (1992): «Asimetric information in credit markets and its implications for macroeconomics», *Oxford Economic Papers*, 44, pp. 694-724.
18. TORRERO, A. (1995): «Retos y problemas de una economía abierta», en García Delgado, J.L. (dir.), *Lecciones de Economía Española* (segunda edición), Editorial Civitas, pp. 621-633, Madrid.