

PERSPECTIVA ACTUAL DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN EN LA EMPRESA.

ALFONSO GALINDO LUCAS
UNIVERSIDAD DE CÁDIZ

Los estudios relativos a fuentes de financiación abarcan una de las materias que en la tradición académica ha estado más orientada a la problemática de la gran empresa. Con la reciente aparición de trabajos relativos a novedosas fórmulas de financiación, se hace posible e incluso conveniente realizar un análisis crítico de los contenidos relativos a dicha materia. Las disquisiciones teóricas que se presentan están basadas en estudios previos relativos a las dificultades financieras de las PYME y conducen a interesantes consideraciones, entre las que destaca la previsible evolución del sistema financiero hacia mercados orientados a PYME.

1. Consideraciones académicas

La relevancia que otorgamos a la PYME en este estudio se apoya en la consagración de su actividad como “base del tejido empresarial”¹ de cualquier economía. “Las PYME representan más del 90% de las empresas industriales del conjunto de la OCDE y generan en muchos países más del 55% del PIB [...] En el caso de la Comunidad Europea, las PYME representan el 99% del total del número de empresas en todos los sectores”². Con similares criterios de delimitación de la gran compañía, el porcentaje de empresas que no sobrepasan los límites alcanza en España el 99’9%. Estas empresas, en nuestro país, “efectúan el 64% de las ventas, llevan a cabo más del 40% de las operaciones de comercio exterior y absorben más del 60% del empleo total”³. Las características de la industria española, escasamente internacionalizada y con un elevado predominio de pequeñas y medianas empresas, cuya dimensión, además, “es menor que la media comunitaria”⁴, agrava la problemática de la PYME en el panorama nacional.

Esta preponderancia de las PYME en la economía de cualquier país, región, bloque, etc. y la situación desfavorable en que se encuentran, plantean la necesidad de regímenes especiales que “ayuden a la consolidación y el mantenimiento del pequeño empresariado [...] Ese trato favorable debe tener como objetivo la protección del [mismo]

¹ Marrero Cabrera, José Luis: *Ponencia sobre financiación*. Información Comercial Española, nº 771. Junio de 1998. Pág. 21.

² Valle Cabrera, Ramón, Ruiz Navarro, José y otros (1996): *Estudio del tejido empresarial de El Puerto de Santa María: Las pequeñas y medianas empresas*. Ayuntamiento de El Puerto de Santa María. Otros “datos disponibles y referidos al año 1995” estiman el porcentaje de PYME comunitarias en 99’8%, en función del número de trabajadores. Martínez Gómez, Fernando (1998): *Importancia de la PYME en la Economía nacional. Necesidad de una política de apoyo específica*. Información Comercial Española, nº 771. Junio de 1998.

³ Instituto Para La Pequeña y Mediana Empresa Industrial (1994): *Informe anual de la pequeña y mediana empresa*. 1993, Madrid, IMPI. En Cazorla Papis, Leonardo (1997): *La estrategia financiera desplegada por la PYME industrial española en su proceso de internacionalización en países en vías de desarrollo*. Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 6, núm. 1 página 138.

⁴ Martínez Gómez, Fernando (1998): *Op. cit.* Pág. 9.

y las medidas [...] deben estar acorde a la composición del tejido empresarial y profesional del país”⁵. Esta necesidad de fomentar el apoyo a la PYME, basada sobre todo en las desventajas en la financiación, ha sido reconocida por las Instituciones españolas y comunitarias y por numerosos autores. Algunos de los estudios publicados llegan a afirmar que “en todos los países [...] la iniciativa pública está presente para paliar ese desfase entre los ritmos del mundo real y los del mundo financiero”⁶. Ese desfase puede deberse a la alta concentración del poder financiero, en comparación con la distribución del ‘patrimonio’ humano y tecnológico de las empresas.

En la tradición universitaria de los estudios empresariales en España, el centro de atención de los contenidos era la gran empresa, especialmente internacionalizada, diversificada y ‘burocratizada’. “Se puede observar en las publicaciones científicas un peso muy importante de trabajos relativos a empresas de gran tamaño”⁷. Es la influencia de los trabajos realizados en Estados Unidos lo que nos llevó a importar un modelo teórico que no es plenamente aplicable en nuestro país, ni tan siquiera en nuestro entorno cercano de países. Eso es debido, en primer lugar, al “escaso número de compañías [grandes] que existen en nuestro país y de igual forma es necesario tener en cuenta que la mayoría de ellas pertenecen al sector financiero”⁸. En segundo término, las universidades en Estados Unidos investigan en una relación más estrecha con el poder económico, que, por supuesto, reside en la gran empresa. En Europa, sin embargo, las universidades atienden a criterios más de carácter público y, en tercer lugar, “la investigación y la innovación presentan los atributos de ciertos bienes públicos”⁹

La característica definitoria de la PYME desemboca en determinados impedimentos cuyas consecuencias no han sido consideradas en la teoría sobre los distintos productos y operaciones financieras. Se han dedicado formidables esfuerzos a ensalzar las cualidades de las tradicionales fórmulas de financiación, sin atender a la efectividad de su aplicación potencial. La **figura 1** muestra esquemáticamente las barreras que encuentran las PYME en la obtención de recursos financieros:

⁵ Cruz Padiel y Gutiérrez Bengoechea (1999). *Beneficios fiscales para las empresas de reducida dimensión*. Actualidad Financiera, nº 9. Septiembre de 1999. Pág. 32.

⁶ Choinel, Alain: *Le financement de l'innovation*. Economies et Sociétés, Série Débats, D, nº 3, números 5-6/1998. Página 263.

⁷ Moneva Abadía, José Mariano (1999) *Problemática del análisis económico-financiero de las pequeñas y medianas empresas*. V Jornada de Trabajo sobre ANÁLISIS CONTABLE. ASEPUC (*Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad*). Página 279.

⁸ Laffarga Briones, Joaquina (1999): *El análisis económico-financiero de las pequeñas y medianas empresas*. V Jornada de Trabajo sobre ANÁLISIS CONTABLE. ASEPUC (*Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad*). Página 303.

⁹ Choinel (1998). *Op. cit.* Página 257.

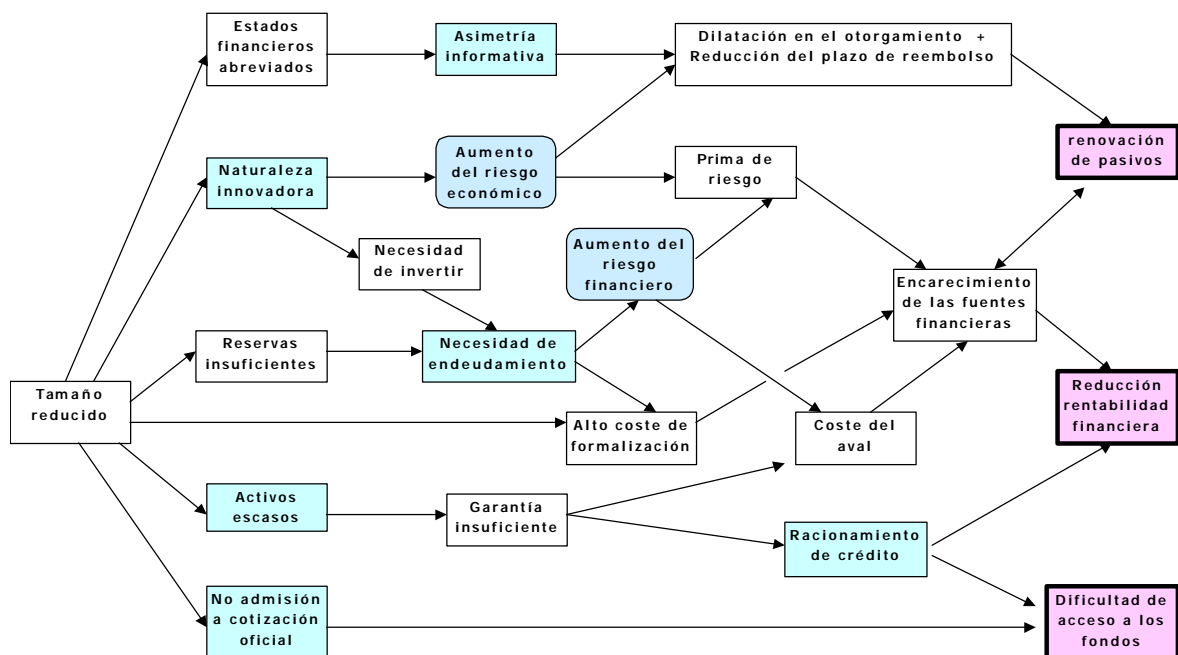


Figura 1. El tamaño como desventaja financiera.
Fuente: Elaboración propia.

2. Análisis crítico de las formas de financiación tradicionales

Existen minuciosos estudios acerca de una gran variedad de fuentes de financiación, de los que se han tomado, a modo de resumen, las que se muestran en el **cuadro 1**. Algunas de esas fórmulas son más modernas que otras, pero ninguna de ellas es, hoy en día, realmente innovadora.

En este cuadro hemos obviado, por motivos de sinopsis, los distintos tipos de acciones (privilegiadas, ordinarias, sin derecho a voto) y participaciones sociales que conforman el capital social. Además, por cuestiones de desventaja financiera, vamos a ir eliminando aquellas modalidades que presentan, principalmente, inconvenientes. De este modo, tratamos de identificar aquellas en que la PYME tendrá que incidir de forma prioritaria.

Por otra parte, incluimos algunas fórmulas o instrumentos que, a pesar de suponer un coste financiero a la PYME, dudosamente pueden considerarse fuentes financieras, al no constar como incremento de pasivo. Es el caso del *factoring*, el *forfeiting* o el descuento de efectos, que más bien representan orígenes de fondos que fuentes de financiación. Otro de los gerundios anglosajones que tuvo una especie de auge académico, hace más de una década fue el *renting*, que no es más que un arrendamiento o alquiler de bienes muebles y, por tanto, tampoco tiene naturaleza de fuente financiera, a pesar de que todavía se sigue estudiando como tal.

Cuadro 1. Fuentes de financiación tradicionales.

Fuentes de financiación	A largo plazo		Enriquecimiento	Reservas
		Internas	Mantenimiento	Amortizaciones Provisiones
		Externas	Propias	Capital social Primas de emisión Subvenciones en capital
			Ajenas	Empréstitos Préstamos a largo plazo Compras a plazos <i>Leasing</i> <i>Renting</i> <i>Forfaiting</i> Crédito oficial
		Mixtas	Préstamos convertibles. Obligaciones convertibles. Obligaciones con Warrant. Préstamos participativos.	
	A corto plazo		Funcionales	Proveedores Administraciones p.cas. Remuneraciones ptes. Pronto pago de clientes
			Financieras	Cuenta de crédito Descuento comercial Descuento financiero <i>Factoring</i> Pagarés de empresa Préstamos a corto plazo Descubiertos en c/c

Fuente: Elaboración propia.

2.1. Emisiones de valores negociables:

En primer lugar, los **pagarés de** empresa se definen como títulos a la orden emitidos al descuento por grandes compañías, cuya rentabilidad y solvencia garantiza el funcionamiento de un mercado de negociación. Hace casi veinte años que estos mercados existen en España, de modo que ya podemos considerar este pasivo financiero como tradicional en el mundo de las grandes empresas.

Las distintas variedades de **empréstitos** deben ser eliminadas del cuadro por triple motivo. El más evidente es que la colocación de obligaciones de una empresa naciente y de tamaño modesto no va a ser fácil, pues las dudas sobre la solvencia del emisor in-

corpora riesgo a los títulos y, con esto, a su negociación en segundos mercados. En segundo lugar, aunque la emisión llegara a ser suscrita, no podría ser muy cuantiosa, ya que el grado de endeudamiento que el empréstito supone, merma, a su vez, la solvencia del emisor. Esto trae una tercera desventaja, en forma de coste financiero, de forma que “la emisión de títulos de renta fija como alternativa a la financiación de las PYME se ha visto obstaculizada [...] por los altos costes de emisión —en relación con los volúmenes de deuda”¹⁰, lo cual supone un considerable aumento del coste efectivo.

2.2. *Leasing* o arrendamiento financiero:

El gran inconveniente de esta forma de financiación es el inflado coste que representa la cuota estipulada. Debido a la consideración indebida de su importe íntegro como gasto de explotación y la creencia en la curación milagrosa por deducciones fiscales¹¹, se ha omitido en muchas empresas el cálculo de su coste financiero efectivo y el *Leasing* ha estado de moda en épocas recientes. Hay que tener en cuenta, en primer lugar, que la opción de compra, cuyo importe suele equivaler al de una cuota anual, no es deducible. Además, en el cálculo del coste efectivo deben computarse no sólo los intereses contractuales, sino también el IVA, la prima de seguro obligatorio, las cargas administrativas originadas y, en caso de estar incluidos en la prima, los pluses por mantenimiento y reparación. Determinados conceptos, como la comisión de apertura, los impuestos (Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados), honorarios de corredores, registradores, etc., deben satisfacerse al contado, de forma que el efectivo de la equivalencia financiera queda muy por debajo del valor de contado del bien. A esto contribuye enormemente el hecho de que las cuotas suelen pactarse prepagables.

$$\text{Efectivo} = \text{Valor de contado} - \text{Gastos} - \text{Cuota}_1 = \text{Cuota} \times (1-t) \times \frac{1-1/(1+TAE)^{(n-1)}}{TAE} + \text{Cuota}_{n+1}$$

Debido a este gran inconveniente, cada vez se considera más apropiado recurrir a otras alternativas, como las compras a plazo o el *Renting*, teniendo en cuenta que este contrato se puede prorrogar, hasta alcanzar duraciones similares a la del *Leasing*. En cuanto al coste del *Renting*, un reciente e interesante estudio¹² compara esta alternativa de financiación con la tradicional del crédito. Por lo demás, la naturaleza del *Leasing* como pasivo sólo tiene sentido si el elemento arrendado termina adquiriéndose, es decir, si financia un inmovilizado.

¹⁰ Cardone Riportella, Clara (1997): *El mercado de crédito y las empresas de menor tamaño*. Información Comercial Española, número 764. Julio-agosto 1997. Pág. 62

¹¹ Díaz, Leonor, García, Ana y Sotomayor, Sebastián (1998): *Cómo optimizar la información como forma de financiación*. Estrategia Financiera, nº 146, diciembre 1998. Madrid. Página 6: “el pago de la amortización financiera del préstamo no es deducible fiscalmente [como en el leasing], de una forma explícita, pero sí de una forma implícita cuando la amortización contable del bien iguala a la amortización financiera del mismo”.

¹² Alconchel Pérez, Ana, Antón Gómez, Guadalupe y Sotomayor González, Sebastián (1998): *La alternativa del renting*. Actualidad Financiera. Abril 1998. Páginas 11 a 15.

2.3. Operaciones crediticias.

La siempre recomendada **póliza de crédito**, también conocida como “cuenta de crédito” o “crédito en cuenta” es, ante todo, un privilegio de las compañías afianzadas y, normalmente, de gran tamaño, con unas relaciones estables con la entidad bancaria que la concede y, por lo tanto, con un importante volumen de “negocio cedido”¹³ a la misma.

Por lo que atañe al **descubierto bancario**, por muy pequeña y reciente que sea una empresa, siempre puede y debe conocer con antelación el estado de sus cobros y pagos, a fin de prever desfases esporádicos. Así mismo, debe conocer que los descubiertos suelen ser la fuente de financiación más cara, en términos de coste efectivo anual y la más engañosa, dada su corta duración. A veces, un pacto con la entidad bancaria puede permitir incurrir en “números rojos” sin tal penalización, pero es de suponer que eso no está al alcance de cualquier empresa. En cualquier caso, el importe y la duración normal de esta modalidad la convierte más en una circunstancia que en una fuente de financiación.

Bien es sabido que los bancos carecen, al menos formalmente, de responsabilidades políticas y no tienen por qué tratar con especial delicadeza a las empresas recién nacidas o de pequeña talla. Antes al contrario, el sistema bancario actúa con un natural recelo respecto a esta ‘clase’ de empresas, al considerarlas de mayor riesgo. Aun cuando este recurso sigue siendo propio de la gran empresa y sus condiciones desfavorables para la PYME no dejan de existir, la razón por la que no eliminamos del **cuadro 2** la obtención de préstamos a largo plazo, es la suposición de que algunas de las oportunidades que hemos recogido como modalidad financiera (obtención de condiciones concesionales, garantías recíprocas, ampliaciones de Capital Riesgo, etc.) facilitan el acceso de la PYME a los recursos crediticios, de forma indirecta, aminorando dicha desventaja.

Especial consideración merece el tema de los préstamos a corto plazo, pues son la forma de financiación menos recomendada, después del descubierto bancario, también debido a su alto coste, que incluye arduas formalidades, gastos, garantías y retrasos en la disponibilidad.

2.4. Operaciones de descuento.

El ya famoso **Factoring** es una modalidad caracterizada por su elevado coste, derivado de la transferencia de riesgo del cliente al factor. Está disponible para empresas más bien medianas con gran volumen de negocio¹⁴, que tengan actividad exportadora

¹³ Entiéndase por ‘negocio cedido’ el montante de recursos de que el banco dispone gracias a la empresa cliente y que no son propiedad de la misma, tales como las remuneraciones al personal o los pagos a las Administraciones Públicas. Estas cantidades quedan durante días a disposición de la entidad, en tanto no se hacen efectivas por parte de sus titulares.

¹⁴ Pérez Mansilla, Francisco, afirmaba que “el mercado potencial del factoring son las PYME [establecidas], con ciertos conocimientos [y] con una facturación de 50 millones en adelante”. En Portero, Pilar (1995): *Informe Factoring*. Estrategia financiera, nº 104, febrero de 1995, página 40.

o que sean proveedoras de las Administraciones Públicas¹⁵. Como ocurre con otras modalidades de descuento de efectos, no se puede decir que el *factoring* sea una fuente financiera, a pesar de conllevar un coste financiero¹⁶. Con un ámbito más específico, el **forfaiting** es una forma de financiación similar al *Factoring*, pero caracterizada por un plazo mayor y está reservada a operaciones de comercio exterior. Por las mismas razones, posee un coste excesivamente alto.

Al igual que el *Factoring*, el **descuento comercial** constituye una forma de financiación a corto plazo y, por tanto, no debe financiar la actividad de explotación de la empresa, sino faltas imprevistas de liquidez. Su coste sigue siendo considerable y no siempre se tiene acceso a líneas de descuento, pero constituye el procedimiento de financiación a corto plazo más habitual para la mayoría de las PYME españolas, con un cierto nivel de ventas, así como una de las operaciones activas más importantes para las entidades de crédito.

El **descuento financiero** es una modalidad equiparable a la concesión de un préstamo a corto plazo, pero con cobro de interés al descuento y con formalización mediante efecto financiero. Al igual que otros tipos de créditos, se basan en la solvencia del prestatario, derivada de su patrimonio y su reputación y no de su volumen de negocios, como ocurre con el *Factoring* y el *forfaiting*.

3. Las fuentes de financiación propias de la PYME

Dentro del colectivo de empresas nacientes y, por extensión, para toda pequeña empresa, el problema financiero se vuelve decisivo, especialmente en nuestro ámbito territorial¹⁷. Por otra parte, muchos de los estudios realizados sobre este colectivo destacan el peso específico de los recursos financieros a corto plazo, lo cual puede interpretarse como indicio de la dificultad que supone a estas empresas financiar proyectos a largo plazo. En términos generales, “la dificultad de acceso al mercado financiero por parte de las PYME [europeas] las hace depender principalmente de la autofinanciación y de los recursos propios.”¹⁸ Se considera, además, que el coste financiero para la creación y el crecimiento de la pequeña empresa especialmente, la española suele ser más elevado, comparativamente, que el que supone a la gran empresa la diversificación e internacionalización de sus actividades. “Las dificultades financieras de las PYME europeas se manifiestan a través del elevado porcentaje de mortalidad, cercano al 50%, durante los primeros cinco años de su vida”¹⁹.

En esta problemática entra en juego un factor productivo crucial, **la información**, que en los orígenes de la Ciencia Económica había sido menospreciado en favor de la hipótesis del mercado perfecto. “Sin embargo, paulatinamente, se la va reconociendo

¹⁵ Ver: Portero, Pilar (1995). *Op. cit.*, página 37.

¹⁶ Se ofrece mayor detalle en Galindo Lucas, Alfonso (1999): *Problemática y novedades en la regulación del Factoring*. Actualidad Financiera, nº 9. Septiembre 1999. Página 45.

¹⁷ Cazorla Papis, Leonardo (1997): *Op. cit.*, página 126: “La escasa dimensión de la empresa española condiciona fuertemente su capacidad financiera”.

¹⁸ Cardone Riportella, Clara (1997): *Op. cit.* Página 60.

¹⁹ *Ibidem*.

como recurso, cuyo tratamiento correcto adquiere cada vez mayor importancia"²⁰. Aparte de otros problemas que pueda tener la PYME en la obtención o devolución de fondos financieros, la principal desventaja a que se enfrenta "durante los años de crecimiento [proviene de que] tanto el mercado de bienes como el mercado de crédito y de capital cuentan con escasa o nula información de las empresas, con lo que el acceso a los mercados financieros es muy difícil"²¹. La denominada²² **asimetría informativa** que se produce en la concesión de crédito, origina importantes fallos en dicho mercado, en términos de selección adversa, es decir, las entidades de crédito están incentivadas a denegar el crédito a aquellos clientes que parezcan estar más interesados. Esto favorece a las grandes empresas, cuya solvencia es conocida o confirmada por otras circunstancias (cotización oficial de sus títulos, presentación de cuentas más detalladas) o simplemente supuesta, en razón de su madurez y expansión. Por el contrario, la desconfianza que generan las pequeñas empresas origina, en muchas ocasiones, la denegación de fondos o, en los mejores casos, la concesión de plazos de reembolso más cortos de lo que necesitan para invertir. Además, el estudio minucioso de la solvencia del prestatario conlleva unos costes a cargo de éste y un retraso en el otorgamiento.

En sentido contrario, la PYME también suele carecer de información en su relación con dichos mercados, pues no conocen con exactitud las flotaciones debidas a valoraciones bancarias y no controlan los habituales 'errores' de cálculo a favor de las entidades. A este respecto, "resulta curioso comprobar cómo en un buen número de casos, los cuadros amortizativos no se corresponden con las cláusulas de los contratos que los respaldan y aparecen contradicciones sin aparente explicación"²³. "Las PYME son las que, en la práctica, se ven afectadas en mayor medida por este fenómeno, ya que no suelen disponer de medios adecuados para elaborar una información financiera de calidad. Además, los requerimientos legales de información para esta categoría de empresas son también menores"²⁴.

En resumidas cuentas, dado que son realmente las fuentes a largo plazo las que deben financiar la constitución y el ciclo de la actividad normal de la empresa, así como su expansión y sus inversiones en I+D, nuestro estudio debe quedar reducido a la financiación propia o mixta y a las relaciones con las Administraciones y las entidades financieras. Dicho de otro modo, la empresa deberá valerse por sus propios recursos, pero como ello no le permite competir con las grandes compañías, se verá obligada a pedir ayuda a los poderes públicos. En el ámbito del apoyo oficial, existe también un problema de información bastante importante: La empresa suele estar poco informada de la existencia de mecanismos institucionales, la cuantía de ahorro financiero-fiscal que supone su obtención o el coste derivado del retraso en la percepción de ayudas.

²⁰ Selva Domínguez, Manuel J. (1993): *Reflexiones sobre la problemática económico-financiera de la dirección ante la gestión de la información*. Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, Vol. 2, nº 2, página 107.

²¹ Cardone Riportella, Clara (1997). *Op. cit.* Página 56.

²² Destaca el trabajo de Cardone Riportella, Clara (1997): *Ibidem*. Páginas 55 -57.

²³ Lozano Gutiérrez, M^a del Carmen (1996): *Linker, S.A. cancela su préstamo*. Estrategia Financiera. Nº 124. Diciembre 1996. Página 12.

²⁴ López Gracia, José y Romero Martínez, Mariano (1997): *Estudio comparado de la estructura financiera de la PYME en la Unión Europea*. Actualidad Financiera, noviembre 1997. Página 50.

De entre las fuentes de financiación a corto plazo, nos quedamos sólo con el descuento comercial y con las **deudas funcionales**. Para aquellas que se mantienen con las Administraciones, los procedimientos y casos en que se conceden aplazamientos y los plazos de ingreso están estrictamente regulados por normas. Muchas de esas normas afectan por igual a empresas grandes, medianas y pequeñas, pero a éstas, por su volumen de operaciones, les suele reportar una financiación por menor importe que a aquéllas.

En cuanto a los pagos anticipados de clientes, su obtención depende de las características del sector y el poder de negociación de cada parte. Tratándose de empresas del tipo que aquí tratamos, es fácil imaginar que la competencia les haga otorgar crédito comercial, especialmente, a los distribuidores (grandes superficies) y pagar muy caros los **descuentos por pronto pago**, concedidos a clientes. Por lo general, cuando su coste financiero pasa a computarse en tasa anual, estos descuentos resultan excesivamente caros, en comparación con los intereses actuales de mercado. Por ejemplo, un descuento del 3% en 10 días, neto del aplazamiento de 60 días, puede suponer una Tasa Anual Equivalente del 24'5%.

Cuadro 2. Fuentes de financiación propias de la PYME.

Fuentes de financiación		Internas	Enriquecimiento	Reservas
			Mantenimiento	Amortizaciones Provisiones
		Externas	Propias	Capital social Primas de constitución Subvenciones en capital
			Ajenas	Préstamos a largo plazo Compras a plazos Crédito oficial
	A largo plazo	Mixtas	Préstamos convertibles. Préstamos participativos.	
		A corto plazo	Funcionales	Proveedores Administraciones públicas Remuneraciones pendientes
	Financieras		Reclasificaciones	

Fuente: Elaboración propia.

4. Las modalidades de financiación actuales y futuras.

La consabida relevancia económica de las PYME no es un mero argumento académico o político. No es ya un reto para los planes de estudio en las Universidades o para la política industrial de los organismos públicos. Las grandes oportunidades de negocio que se ofrece a las entidades financieras en sectores poco explotados, como el capital riesgo o la garantía recíproca, permitirán absorber buena parte del crecimiento del capital financiero e inducirán, a su vez, mayor volumen de negocios en activos tradicionales, como los préstamos o la toma de participaciones.

4.1. La intervención pública.

La bibliografía consultada era bastante imprecisa y a veces contradictoria sobre la importancia de la obtención de ayudas en la determinación de la rentabilidad de un proyecto. En todo caso, parece que habrá que atender al tipo de apoyo financiero de que se trate (**cuadro 3**) y por supuesto a su importe. También, nos consta que del momento en que esas ayudas se aplican, depende el retorno obtenido en la inversión²⁵. El hecho de que una determinada ayuda llegue con demasiado retraso puede hacer fracasar un proyecto empresarial.

Por diversas causas, el cometido de las administraciones públicas en lo referente a la financiación de las PYME está quedando reducido al desarrollo de medidas legislativas de fomento. Abandona paulatinamente un talante intervencionista que se ha revelado inapropiado en muchos aspectos, aunque todavía sigue rellenando carencias e imperfecciones de los sectores privados: Se estima que los créditos preferentes del ICO²⁶ han inducido una inversión de cientos de millones de pesetas y han generado un considerable número de empleos. El caso del Instituto de Fomento de Andalucía es especialmente relevante en el apartado, que más adelante se analiza, del Capital Riesgo.

La debilidad progresiva de la intervención pública se manifiesta también en los tipos de instrumentos que se potencian o abandonan. En el actual entorno comunitario de estabilidad monetaria, los tipos de interés no constiuyen ya un problema tan importante como pueda ser el racionamiento de los fondos o la renovación de pasivos. Por eso un “importante grupo de medidas adoptadas por la UE para facilitar la obtención de recursos externos de las empresas de menor tamaño son las dirigidas a reducir la subvención de los tipos de interés —poco eficaces— potenciando programas hacia créditos preferenciales y créditos participativos y al otorgamiento de garantías”²⁷. Lo que sí parece haber impulsado la Administración en épocas recientes son los marcos

²⁵ Por ejemplo, “si las empresas optan por amortizar sus inversiones en el primer periodo [...] obtienen mayor rentabilidad” Díaz Ferrer, Leonor (1997): “La libertad de amortización en las pymes, el incentivo financiero-fiscal”. *Actualidad Financiera*. Mayo de 1997.

²⁶ ICO (1995a). Cuadernos ICO: “La financiación de la Pequeña y Mediana Empresa [Línea PYME] Guía del usuario”. *Instituto de Crédito Oficial*. Madrid. Pág. 81, ofrece cifras actualizadas a mayo de 1995. En sí mismas no constituyen una medida de la eficacia de las líneas de crédito. Sin embargo, son datos con los que puede operarse en ulteriores estudios.

²⁷ Cardone Riportella, Clara (1997). *Op. cit.* Página 60.

reguladores de los sectores financieros que empiezan a reclamar el protagonismo y que a continuación analizamos.

Cuadro 3. Instrumentos financieros de apoyo a la PYME.

Subvenciones	Corrientes.	
	En capital.	
	En intereses.	
Aportaciones de fondos	Recursos Propios	Acciones ordinarias.
		Acciones privilegiadas.
	Recursos ajenos	Préstamos a largo plazo.
		Préstamos convertibles.
	Instrumentos mixtos o cuasi-capital	Obligaciones convertibles.
		Obligaciones con <i>Warrant</i> .
		Préstamos participativos.
Asesoramiento financiero.		
Avales y garantías.		

Fuente: Cazorla Papis (1997). Página 128.

4.2. El Actual Marco Jurídico del Capital Riesgo.

La definición que contenía el Real Decreto Ley nº 7, de 7 de junio de 1996, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y de liberalización de la actividad económica, imponía ciertas condiciones que han desaparecido: Aparte de que las empresas participadas no cotizaran en bolsa, se exigía que dichas empresas no fueran entidades financieras y que tampoco cotizaran “[...], en ningún mercado secundario organizado y no estén participadas en más de un 25% por entidades financieras o por empresas que coticen en dichos mercados”.

La supresión del límite de participación máxima del 25% viene a significar que la PYME española ahora puede beneficiarse, al mismo tiempo, de varias formas de financiación compatibles entre sí: La pertenencia a grupos de sociedades, el aporte financiero de una ICR, por ejemplo, en forma de créditos participativos y además puede conseguir la colocación de sus títulos en el Segundo Mercado de la Bolsa de Valores. Hay que tener en cuenta, no obstante, que si la empresa está participada por otras compañías en más de un determinado porcentaje, pierden la consideración de pequeñas o medianas empresas y, con ella, el derecho a determinadas fuentes de

financiación privilegiada. El artículo 1 de la Recomendación de 3 de abril de 1996 entiende por pequeñas y medianas empresas, sin distinguir entre pequeñas y medianas, aquellas que cumplan, entre otros, el siguiente requisito de independencia. "Se consideran empresas independientes aquellas en las que el 25% o una cifra superior de su capital, además de sus derechos de voto, no pertenezca o bien a otra empresa o, conjuntamente, a varias empresas que no respondan a la definición de PYME".

Las ECR no están interesadas en hacerse con el control de la sociedad participada y, corrientemente, pactan con los vendedores de las acciones, la conservación del equipo gestor. "Es práctica muy corriente su incorporación al consejo de administración [...], pero no la asunción de responsabilidades de gestión"²⁸. Suelen comprometerse a vender sus participaciones, una vez rentabilizado el proyecto. En muchas ocasiones, la única retribución que obtienen es la plusvalía generada por la venta de unas acciones que han comprado a buen precio. En este caso, a la empresa participada le sale gratis la financiación, a menos que decida adquirir sus propias acciones a la Institución inversora. Habitualmente, son los gestores o promotores de estas empresas quienes vuelven a adquirir, al término de la operación, la participación de la ECR.

Otros medios para salir de la empresa son la recompra por sus propios accionistas promotores, la compra por un tercer grupo, por medio de fusión o adquisición o la venta en el Segundo Mercado Bursátil. El hecho de que esta opción no sea muy utilizada denota una cierta falta de integración del capital riesgo en los mercados secundarios europeos. La desinversión se erige, por tanto en "el principal obstáculo para el desarrollo de esta fórmula financiera en nuestro país"²⁹.

La ventaja más inmediata que se puede atribuir al Capital Riesgo es el aporte de financiación que supone a la empresa financiada la toma de participación por la entidad, en forma de acciones u otros títulos, en unas condiciones de riesgo que otras entidades financieras no estarían dispuestas a asumir.

Sin embargo, no es ésta la principal fuente de fondos financieros que el Capital Inversión confiere a su protegida. De hecho, los fondos allegados desde la ECR son escasos, en comparación con la financiación adicional que se puede llegar a obtener: Las ampliaciones de capital o emisiones de deuda subordinada que se hacen necesarias para que entre la ECR en la sociedad financiada implican automáticamente una disminución considerable del ratio de endeudamiento, de forma que otros inversores, tales como entidades crediticias, vuelven a tener oportunidades de negocio en la empresa, por ejemplo, en forma de préstamos.

La garantía que supone la entrada de la ECR en la empresa disminuye no sólo el riesgo financiero, sin que se afirma³⁰ que da "mayor seguridad a sus trabajadores, proveedores y clientes". Esto es debido a que si una entidad financiera decide permanecer en la empresa como socio protector por un largo periodo, es de suponer

²⁸ COTEC, Fundación para la innovación tecnológica: *CONFERENCIA COTEC 1994*. Madrid. 1994. Página 148.

²⁹ Antón, Yolanda (1998): *El capital-riesgo como alternativa financiera*. Actualidad Financiera, nº 8. Agosto 1998, Página 4.

³⁰ *Ibidem*. Página 5.

que tiene fundadas razones para creer en el éxito a largo plazo de dicha empresa y ello confiere mayor valor a su imagen.

Aun tratándose de una inversión financiera de naturaleza temporal y no de una cartera de control, la participación en la empresa receptora suele pactarse para un considerable número de años. Esto hará, efectivamente, que la entidad inversora se interese por la buena gestión del negocio, llegando a ser, en muchos casos, socio mayoritario.

Puesto que la verdadera retribución de dicha entidad va a ser la plusvalía que obtenga en la recolocación de su participación, la ECR estará interesada en los activos intangibles de la empresa participada, es decir, aquellos que tienen más valor dentro que fuera de la empresa o que, dicho de otro modo, no son íntegramente embargables. Por este motivo, la implicación de la ECR en la gestión de la PYME es mucho más interesante que la de los intermediarios del sistema crediticio³¹.

En España, el apoyo público constituye un importante elemento de estabilidad al sistema de Capital Riesgo, mediante la participación o incluso la constitución de ECR, por parte de una o varias administraciones públicas. Como veremos más abajo, esto es especialmente significativo en el caso del Instituto de Fomento Andaluz, que ha acaparado la iniciativa y gran parte de la financiación de este sector en nuestra Comunidad.

Además de eso, la legislación y, especialmente las recientes reformas, han favorecido la implantación y el desarrollo del Capital Riesgo en España, con medidas como los incentivos fiscales o la relajación de determinados requisitos a las entidades inversoras y también al espectro de las que pueden ser financiada.

4.3. El Nuevo Mercado de Valores en España.

Solamente las grandes empresas están en condiciones de emitir títulos negociables, tanto por los requisitos de la admisión a cotización, como por los gastos de emisión (escritura pública, registro de anotaciones en cuenta, comisiones bancarias, etc.).

La implantación del Segundo Mercado en España no termina de ser algo más que anecdótica. El motivo principal es la imperceptible diferencia que se establece entre los requisitos para cotizar en él y en el primer mercado, que de antemano se sabe más amplio y profundo.

Es obvio —aunque bastante importante— que no tiene nada que ver el concepto de Segundo Mercado con el de Mercado Secundario.

La importancia del activo extracontable (capital intelectual o intangible) puede explicar por qué los mercados de capitales inicialmente diseñados para PYME se han ido convirtiendo en mercados tecnológicos (NASDAQ, EASDAQ, EURO.NM): La admisión de empresas cuyo activo contable es pequeño o mediano, pero que se abre paso en sectores de alta tecnología, asumiendo el riesgo característico a su tamaño, supone el reconocimiento de unos recursos que van incorporándose al activo inmaterial, en forma de aplicaciones informáticas o propiedad industrial e

³¹ Sobre la importancia de los intangibles en la obtención de financiación, es muy recomendable el análisis que realiza Salas Fumás, Vicente (1993): "Factores de competitividad empresarial. Consideraciones generales". *Papeles de Economía Española*, nº 56. Página 388.

incrementando el tamaño de la empresa, pero que, en parte, siguen siendo intangibles. Las nuevas tecnologías no se reflejan de forma puntual en el activo de las empresas, de forma que tarda en desaparecer su apariencia de PYME.

Los segundos mercados de valores son aquellos que hacen posible la admisión a cotización de empresas, ya que de otra forma les resultaría difícil acceder a los mercados oficiales debido a los requerimientos de admisión de los mismos. En lo que atañe al Capital Riesgo, la efectividad del funcionamiento de estos mercados supone una clara solución al problema de la desinversión que más arriba se comenta.

El segundo mercado bursátil se puso en funcionamiento en 1986. Su actividad en la actualidad es poco más que testimonial. En otros países de nuestro entorno ya se han llevado a cabo medidas de gran importancia para recuperar y potenciar el segundo mercado. El Real Decreto-Ley 1/1986, en la parte no derogada, contiene beneficios fiscales para estimular el funcionamiento del segundo mercado de la Bolsa de valores, a fin de hacer más fácil la desinversión. Aparte de los requisitos que se deben cumplir de entrada, las obligaciones formales, tales como informes trimestrales e entrega de cuentas auditadas representan una barrera, en concepto de gastos de emisión, que pueden elevar considerablemente el coste financiero efectivo de los pasivos emitidos.

La situación actual no ya en España, sino incluso en el entorno europeo no puede compararse a la efectividad de este mercado en USA. En Europa dependen totalmente de los primeros mercados y el número de sociedades que cotizan, así como el capital que mueven, es insuficiente para su correcto funcionamiento.

El 30 de septiembre de 1996 empezó a funcionar el mercado secundario de ámbito europeo, denominado EASDAQ (*European Association of Securities Dealers Automated Quotation*), por ser el Sistema de Cotización Automatizado de la Asociación Europea de Corredores de Valores. Para el mercado paneuropeo, los requisitos de capital social se elevan a 2.000.000 €, con un mínimo de 100.000 participaciones. Así mismo, en los distintos países, se han creado mercados tecnológicos, cuyo nombre en España es el de **Nuevo Mercado**, creado el 10 de abril del año 2000, para empresas de sectores innovadores o con alta potencialidad de crecimiento.

Se pretende que este tipo de empresa coticen en un segmento separado, dentro del Sistema de Interconexión, para que la alta variabilidad de las cotizaciones no interfiera con las del resto de los títulos y, sobre todo, con el índice bursátil IBEX35.

Otros mercados tecnológicos europeos (el Nouveau Marché, el Neuer Market, el Nuovo Mercato y los nuevos mercados belga y holandés) se han interconectado formando el EURO.NM. Todos estos mercados tienen un desarrollo creciente y difícil de prever. El número de empresas que cotizan todavía es reducido. El éxito de este mercado no parece deberse a la confianza de los inversores en la eficiencia o rentabilidad de las PYME, ni a las expectativas de avance tecnológico en los distintos sectores (por ejemplo, las telecomunicaciones parecen estar en una época de estancamiento), sino en la existencia de burbujas financieras que no son deseables en los segmentos tradicionales. Por ese motivo es dudoso esperar que lleguen a suponer una mejora sustancial en las posibilidades de emisión de valores negociables por parte de la pequeña y mediana empresa.

4.4. El actual Sistema de Garantías Recíprocas.

Se ha dado esta denominación³² a un conjunto y variedad de instituciones que surgen en torno a las **Sociedades de garantía recíproca (SGR)**: Este tipo de iniciativas constituye, a diferencia de las Instituciones de Capital Riesgo, auténticas redes empresariales, para la cooperación, en el ámbito financiero. El marco legislativo actual proviene de la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca, desarrollada por el Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre y otras disposiciones posteriores, sobre sociedades de reafianzamiento y presentación de estados financieros.

La Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre el Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca, les otorga la condición de "sociedades mercantiles, constituidas por empresarios, con capital variable y cuyo objeto social consiste en prestar garantías por aval o por cualquier otro medio admitido en Derecho, distinto del Seguro de caución, a favor de sus socios, para las operaciones que éstos realicen, dentro del giro o tráfico de las empresas de que sean titulares". Se las incluye en la categoría de "establecimientos financieros de crédito"³³, lo cual les permite, además, prestar servicios de asistencia y asesoramiento financiero a sus socios.

La pertenencia a este tipo de entidades posibilita el acceso de las empresas participes al crédito de entidades financieras, sin necesidad de utilizar activos reales (pignoraciones, prendas, hipotecas,...) ni garantías personales y sin precisar, por ello, afectar a garantías todos sus recursos propios. Eso permite a la PYME realizar inversiones a medio y largo plazo, sin correr el riesgo de la renovación de pasivos. Parece demostrado (es el paradigma de empresa japonesa) que los planteamientos estratégicos con horizonte temporal dilatado terminan haciendo más rentables a los proyectos de inversión. Se obtiene mayor implicación de la Banca, en los procesos de reorganización empresarial, en la medida en que ésta actúe como socio protector del SGR. Además, la existencia de una garantía conocida y reputada por las entidades crediticias agiliza el proceso de concesión de préstamos o créditos y reduce el tipo de interés de los pasivos bancarios. El riesgo económico que suele atribuirse a las empresas pequeñas, muy especialmente las de creación reciente, se ve contrarrestado por el aval y ello permite a las entidades crediticias cobrar una menor retribución a los fondos comprometidos.

El estudio sobre la viabilidad de los proyectos que se pretenden financiar es una labor realizada por la SGR. Eso supone un ahorro para el sistema bancario y repercute, a su vez, en la reducción del interés que cobran. Informan a los pequeños y medianos empresarios sobre todo tipo de ayudas que puedan obtener y sobre las nuevas oportunidades del negocio.

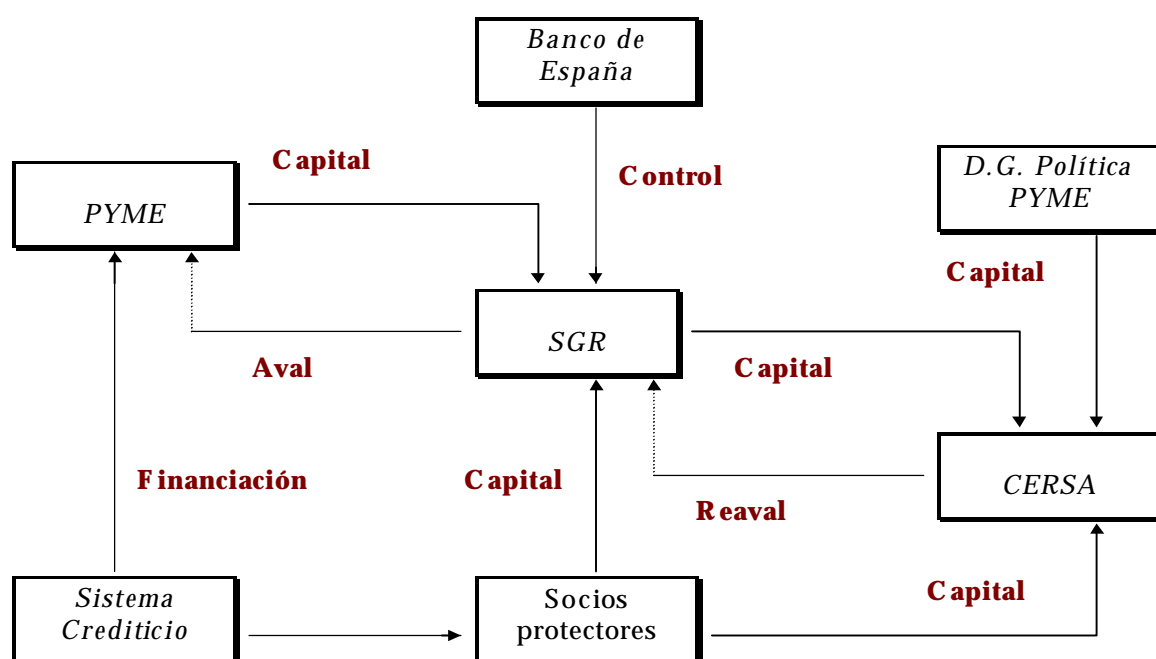
Desde la creación del Sistema de Garantías Recíprocas, las autoridades de casi todos los países han pretendido establecer un **segundo aval** del Estado. En España, el organismo encargado de gestionarlo era el *Instituto de la Mediana y Pequeña empresa*

³² Portero, Pilar (1994). *Op. cit.* Páginas 113-115. Recoge la opinión de Muñiz de las Cuevas, Miguel (1994): "La nueva norma de sociedades de garantía recíproca refuerza el papel de estas sociedades.

³³ Ley de 14 de abril de 1994, de adaptación a la II Directiva de Coordinación Bancaria Comunitaria.

Industrial. El intento del IMPI de establecer un *segundo aval* del Estado nunca llegó a funcionar.

La Ley 1/1994 prevé la constitución de Sociedades de Reafianzamiento de las SGR, “con una participación fundamental de la Administración Pública y con la consideración de entidades financieras”³⁴. En el primer trimestre de 1994, la sociedad **CERSA (Sociedad Española de Reafianzamiento, S.A.)**, formada por la fusión de la *Sociedad Mixta de Segundo Aval* y la *Sociedad de Garantías Subsidiarias, S.A.*, inició su funcionamiento reafianzador, de carácter gratuito, asentando, gradualmente, el actual *Sistema de Reafianzamiento*. Está constituida por SGR españolas y, en concepto de *socios protectores*, diversas entidades de crédito y el Estado, que, a través de la Dirección General de Política de PYME, se dedica a conceder una segunda garantía sobre los posibles fallidos de las SGR socias.



5. Recapitulación

Tras el análisis del contexto económico en España y Europa, queda patente que la unidad básica de producción es de pequeño y mediano tamaño. Paralelamente, el sistema financiero español tiende a la concentración, especialmente al aproximarse el nivel de nuestra economía a las de nuestro entorno comunitario. No obstante, vaticinamos una inclinación cada vez más recurrente de los mercados de crédito y capitales hacia las posibilidades de negocio que ofrecen las PYME, tanto por el volumen de depósitos que pueden 'ceder' a entidades del Sistema bancario, como por la disminución del riesgo en las operaciones activas. Desde hace tiempo, los bancos pueden conceder créditos con intereses subvencionados, al amparo del Crédito Oficial. Recientemente, el Sistema de Garantías Recíprocas, con el respaldo del

³⁴ ICO (1995a). *Op. cit.* Página 23.

Estado, ha facilitado la concesión de créditos a empresas a las que antes se les habría denegado. Por otra parte, el Capital Riesgo, con su nueva y favorable regulación, facilita la colocación de capitales, con gran rentabilidad esperada, en fondos de capital inversión o, directamente, en empresas medianas y pequeñas que cuenten con el apoyo de una Entidad de Capital Riesgo. Es previsible que en un futuro próximo la suscripción y adquisición de títulos en el Nuevo Mercado sea motivo de oportunidades para el Sistema financiero.

BIBLIOGRAFÍA:

- Alconchel Pérez, Ana, Antón Gómez, Guadalupe y Sotomayor González, Sebastián (1998): *La alternativa del renting*. Actualidad Financiera. Abril 1998. Páginas 11 a 15.
- Antón, Yolanda (1998): *El capital-riesgo como alternativa financiera*. Actualidad Financiera, nº 8. Agosto 1998.
- Cano Guillén, Carlos Jesús y Cazorla Papis, Leonardo (1998): *El modelo andaluz de Capital Riesgo: situación actual y perspectivas. Una comparación a escala nacional*. Revista de Estudios Regionales, nº 51. vol. III. 1998.
- Cardone Riportella, Clara (1997): *El mercado de crédito y las empresas de menor tamaño* Información Comercial Española, número 764. Julio-agosto 1997.
- Cazorla Papis, Leonardo (1997): *La estrategia financiera desplegada por la PYME industrial española en su proceso de internacionalización en países en vías de desarrollo*. Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 6, núm. 1.
- Costa Campi, M^a Teresa y Callejón Fornieles, María (1992): *La cooperación entre empresas: Una nueva estrategia competitiva*. Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. Madrid.
- COTEC, Fundación para la innovación tecnológica: CONFERENCIA COTEC 1994. Madrid. 1994.
- Cruz Padiel y Gutiérrez Bengoechea (1999). *Beneficios fiscales para las empresas de reducida dimensión*. Actualidad Financiera, nº 9. Septiembre de 1999.
- Cuervo García, Álvaro (1993): *El papel de la empresa en la competitividad*. Papeles de Economía Española, nº 56.
- Cuervo García, Álvaro y Calvo Bernardino, Antonio et al (1998). *Manual de sistema financiero español*. 11^a ed. Ariel. Barcelona.
- Galán González, J.L et al (1993): *Capital riesgo e innovación: Un análisis en la Comunidad europea*. Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 2, nº 2.
- Galindo Lucas, Alfonso (1999): *Problemática y novedades en la regulación del Factoring*. Actualidad Financiera, nº 9. Septiembre 1999. Páginas 45 a 49.
- Díaz Ferrer, Leonor (1997): *La libertad de amortización en las pymes, el incentivo financiero-fiscal*. Actualidad Financiera. Mayo de 1997.
- Díaz, Leonor, García, Ana y Sotomayor, Sebastián (1998): *Cómo optimizar la información como forma de financiación*. Estrategia Financiera, nº 146, diciembre 1998.
- ICO (1995a). Cuadernos ICO: *La financiación de la Pequeña y Mediana Empresa [Línea PYME] Guía del usuario*. Instituto de Crédito Oficial. Madrid.
- ICO (1995b): *Capital Riesgo. Concepto y Evolución. La actividad del ICO en Capital Riesgo*: AXIS. Instituto de Crédito Oficial. Madrid.

- Instituto Para La Pequeña y Mediana Empresa Industrial (1994): *Informe anual de la pequeña y mediana empresa*. 1993, Madrid, IMPI.
- Laffarga Briones, Joaquina (1999): *El análisis económico-financiero de las pequeñas y medianas empresas*. V Jornadas de Trabajo sobre ANÁLISIS CONTABLE. ASEPUC (Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad).
- Ley de 14 de abril de 1994, de adaptación a la II Directiva de Coordinación Bancaria Comunitaria.
- López Gracia, José y Romero Martínez, Mariano (1997). *Estudio comparado de la estructura financiera de la PYME en la Unión Europea*. Actualidad Financiera, noviembre 1997.
- Lozano Gutiérrez, M^a del Carmen (1996): *Linker, S.A. cancela su préstamo*. Estrategia Financiera. N^o 124. Diciembre 1996.
- Marrero Cabrera, José Luis (1998): *Ponencia sobre financiación*. Información Comercial Española, n^o 771. Junio de 1998.
- Martel, Jerónimo (1992): *Las SGR: unos avalistas muy especiales*. Actualidad Económica, febrero 1992.
- Martí Pellón, J. (1998): *El capital inversión en España, 1997*. ASCRI - Civitas. Madrid.
- Martínez Gómez, Fernando (1998): *Importancia de la PYME en la Economía nacional. Necesidad de una política de apoyo específica*. Información Comercial Española, n^o 771. Junio de 1998.
- Mínguez Prieto, Rafael (1998): *Novedades normativas en materia de entidades de Capital Riesgo*. Actualidad financiera. Junio 1998.
- Moneva Abadía, José Mariano (1999). *Problemática del análisis económico-financiero de las pequeñas y medianas empresas*. V Jornadas de Trabajo sobre ANÁLISIS CONTABLE. ASEPUC (Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad).
- Muñiz de las Cuevas, Miguel. (1994): *La nueva norma de sociedades de garantía recíproca refuerza el papel de estas sociedades*. Perspectivas del Sistema Financiero, n^o 47, 1994.
- Portero, Pilar (1995): *Informe Factoring*. Estrategia financiera, n^o 104, febrero de 1995.
- Salas Fumás, Vicente (1993): *Factores de competitividad empresarial. Consideraciones generales*. Papeles de Economía Española, n^o 56.
- Soler Movilla, M. A. (1999): "EASDAQ y EURO.NM: Mercados paneuropeos para PYMES". *Actualidad Financiera*, enero, pp. 41-60.
- Sotomayor González, S. y Toribio Muñoz, M. R. (2000): *Problemática y vías de financiación para las PYME andaluzas*. Actas del I Encuentro Iberoamericano de Finanzas y Sistemas de Información. Jerez de la Frontera, vol. I, pp. 739 – 754.
- Suárez Suárez, A. S. (1998): *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, 18^a ed. Pirámide, S.A., Madrid.
- Valle Cabrera, Ramón, Ruiz Navarro, José y otros (1996): *Estudio del tejido empresarial de El Puerto de Santa María: Las pequeñas y medianas empresas*. Ayuntamiento de El Puerto de Santa María.