

EL PAPEL DE LAS RESTRICCIONES DE CRÉDITO Y LAS POLÍTICAS PÚBLICAS EN LA FINANCIACIÓN DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

Ramón CAMINAL (*)

I. INTRODUCCIÓN

 DEBEN las administraciones públicas intervenir en los mercados financieros con el fin de facilitar a las pequeñas y medianas empresas (PYME) el acceso al crédito? ¿A través de qué mecanismos la intervención pública puede mejorar la eficiencia de la asignación del ahorro? ¿Son las ayudas financieras a las empresas un simple disfraz para el subsidio directo? Todas estas preguntas cobran un interés especial en nuestro país, donde el 90 por 100 de las empresas tiene menos de 250 trabajadores, y son responsables del 63 por 100 del empleo asalariado, el 64 por 100 de las ventas y el 41 por 100 de las exportaciones (ICO, 1995).

En la órbita política, y en contraste con épocas no muy lejanas, la famosa sentencia «la mejor política industrial es la que no existe» ha perdido en gran medida su popularidad. El estado de opinión actual tiende a favorecer un cierto asistencialismo a la empresa por parte del Estado, incluso en un contexto en el que los déficit presupuestarios y el nivel de endeudamiento del sector público pueden ocasionar dificultades insalvables para la integración de España en la unión monetaria.

Existen distintas razones potenciales para subvencionar las actividades de las empresas pri-

vadas en los distintos ámbitos (investigación y desarrollo, internacionalización, etc.). Muchas de estas razones están asociadas con la presencia de externalidades, y el consiguiente fallo del mecanismo de mercado. No obstante, algunas políticas públicas buscan su justificación exclusivamente en unos mercados de capitales imperfectos y en las consiguientes dificultades de financiación que experimentan algunas empresas, especialmente las de menor tamaño.

De hecho, contamos en la actualidad con abundante evidencia empírica sobre los obstáculos que muchas empresas de tamaño pequeño y mediano deben superar para financiar sus proyectos de inversión. A menudo, dichas empresas son incapaces de acceder total o parcialmente al crédito en el sector financiero privado, o lo consiguen a un coste muy superior al de las grandes empresas o las administraciones públicas. Las restricciones de crédito constituyen indicios suficientes de algún tipo de distorsión en la asignación del ahorro, puesto que implican que proyectos productivos potencialmente rentables y eficientes no consiguen la financiación adecuada. En otras palabras, la sospecha de «fallos de mercado» en el sector financiero parece bien fundada.

No obstante, ello no implica que la intervención pública esté automáticamente justificada, y

que siempre existan programas públicos capaces de devolver la plena eficiencia a los mercados. Es cierto que las intervenciones públicas pueden orientarse a un objetivo social en lugar de a la maximización del beneficio individual, introduciendo así un mecanismo corrector. Pero también es cierto que la actividad pública se enfrenta a importantes problemas de gestión, organización e incentivos, muchos de los cuales tienen su origen en el hecho de que los ejecutores de las políticas públicas son también individuos con sus propios objetivos y visiones. Es decir, a los «fallos del mercado» cabe contraponer «los fallos del sector público». En definitiva, es necesario justificar la intervención pública en cada caso, identificando los fallos o fricciones existentes y demostrando la viabilidad de los mecanismos correctores.

El objetivo de este trabajo es, precisamente, evaluar las posibilidades que tiene el Estado para intervenir en los mercados crediticios y mejorar la asignación de recursos. Nuestro punto de partida será el análisis de los mercados de crédito en presencia de información asimétrica. En este contexto, exploraremos las condiciones que debe satisfacer la intervención pública para mejorar con éxito la eficiencia de la asignación del ahorro, y valoraremos algunas de las políticas (1) que tanto la Administración central —especialmente a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO)— como las comunidades autónomas están desarrollando actualmente. En particular, examinaremos las subvenciones a los tipos de interés y los avales públicos (directamente o a través de las sociedades de garantía recíproca) de los créditos que las PYME reciben de las entidades financieras.

II. LAS RESTRICCIONES DE CRÉDITO: TEORÍA Y EVIDENCIA

1. Evidencia empírica

En los últimos años, se ha avanzado considerablemente en el conocimiento sistemático del impacto de las restricciones de crédito sobre la actividad real de las empresas. En Estados Unidos, por ejemplo, desde el estudio pionero de Fazzari *et al.* (1988), se han publicado una gran cantidad de trabajos en los que se ha puesto de manifiesto el papel crucial de la estructura financiera de la empresa, especialmente si es de tamaño mediano o pequeño, para explicar sus decisiones de inversión. Típicamente, el nivel de inversión de una empresa no depende tan sólo de la rentabilidad esperada de sus proyectos de inversión, sino también, y de manera muy importante, de sus recursos internos (*cash flow*) o su nivel de endeudamiento.

En la misma dirección, algunos estudios recientes han observado que la reacción de las empresas a un endurecimiento de la política monetaria es muy distinta, y en relación directa con su tamaño. Mientras que el crédito bancario de las grandes empresas no disminuye, pudiendo éstas mantener o aumentar su financiación en todo momento emitiendo bonos de empresa, el crédito bancario de las pequeñas y medianas empresas cae drásticamente, hecho que se ve agravado por la falta de acceso de las PYME a formas de financiación alternativas (véanse Kashyap, Stein y Wilcox, 1993, y Gertler y Gilchrist, 1994).

En España existen también algunos trabajos sobre este tema. Entre ellos, cabe destacar los estudios de Mato (1989), Alonso y

Bentolila (1992), y Hernando y Vallés (1992), realizados a partir de muestras de aquellas empresas que contestan la encuesta de la Central de Balances del Banco de España. Una vez más, estos trabajos ponen de manifiesto la importancia de las variables financieras para explicar la inversión real, y muestran cómo distintos niveles de endeudamiento implican un grado diferente de acceso al crédito bancario.

2. Contratos financieros con información asimétrica

A la luz de la nueva Economía de la Información, han surgido una serie de desarrollos teóricos que tratan de explicar la relevancia de la estructura financiera para las decisiones de inversión (y, en particular, la existencia de restricciones de crédito), basados en modelos en los que los prestatarios poseen mejor información que los prestamistas, o bien sobre la calidad y características de los proyectos de inversión de las empresas (problema que se conoce como de «selección adversa»), o bien sobre las posibles alternativas al alcance de la empresa (el denominado problema de «riesgo moral»).

Estos problemas de información asimétrica no son exclusivos de los mercados financieros. Por ejemplo, el mercado de coches de segunda mano está relativamente poco desarrollado probablemente porque los posibles compradores típicamente no conocen el estado o la calidad en la que se encuentran los coches ofertados en dicho mercado; es decir, ignoran si el vendedor está tratando de deshacerse de un vehículo con numerosos problemas mecánicos o si éste se halla en perfectas condiciones y su propietario lo ha puesto a la ven-

ta porque piensa emigrar a otro continente.

Otro ejemplo típico es el mercado de seguros. Ningún ciudadano puede asegurarse completamente contra el riesgo de robo del coche, porque la compañía aseguradora probablemente anticipa que, en caso de garantizar la plena restitución del vehículo, el asegurado no tendría ningún incentivo para tomar ciertas precauciones (como no dejar su coche aparcado en ciertos lugares a ciertas horas, o no cerrar las puertas con llave).

Ahora bien, estos problemas de información asimétrica, aunque no sean exclusivos de los mercados financieros, son particularmente relevantes en éstos. No resulta fácil que un ahorrador conozca las características de los proyectos de inversión a los que una determinada empresa tiene acceso, ni sea capaz de conocer con precisión los resultados reales de los mismos. De hecho, este problema puede ser muy importante incluso para los intermediarios financieros.

En general, los ahorradores o los intermediarios financieros tienen la opción de dedicar una cierta cantidad de recursos a analizar o supervisar dichos proyectos de inversión o, alternativamente, pueden ajustar las condiciones de financiación para reducir el posible impacto negativo de la información asimétrica.

Dichos problemas de información asimétrica explican un buen número de características de los contratos financieros existentes en el mundo real, así como el papel de la regulación. Los problemas de información asimétrica de las PYME tienen consecuencias mucho más drásticas que los de las grandes empresas, al menos por dos razones. En primer lugar, existen economías de

escala en la adquisición de información, por lo que resulta proporcionalmente más caro para los prestamistas supervisar a empresas de menor tamaño, y también para las pequeñas empresas cumplir con los requisitos de revelación de información para poder acceder a los mercados de valores. En segundo lugar, las pequeñas empresas carecen de la reputación necesaria y de la confianza de los inversores, y no cuentan, en general, con un volumen de activos suficiente para poder garantizar la deuda que desearían contraer.

Por estas razones, los canales de financiación externa de las PYME se reducen casi exclusivamente al crédito bancario. Con el fin de mitigar el impacto de la información asimétrica, los bancos eligen alguna combinación de los siguientes instrumentos: a) supervisión y análisis de proyectos, tanto antes de la concesión del crédito como a lo largo de su desarrollo, como tras su finalización (especialmente en caso de impagados); b) restringir la cantidad de crédito por debajo del nivel deseado por la empresa a los tipos de interés establecidos por el banco; c) cargar tipos de interés superiores a los preferenciales.

A continuación, examinaremos dos ejemplos concretos que permitirán ilustrar tanto las características de la financiación exterior de las PYME como el papel potencial de la intervención pública.

3. Diferenciales en los tipos de interés y costes de fallido

El hecho de que distintas empresas se enfrenten con tipos de interés distintos sobre el crédito bancario puede deberse simple-

mente a las diferencias en las probabilidades de fracaso de sus proyectos de inversión. Cuando una empresa es incapaz de hacer frente a la deuda contraída con un banco, éste puede estudiar la situación financiera de la empresa y/o emprender medidas legales para lograr la restitución de la mayor parte posible del valor del crédito. Ambas acciones conllevan un coste real (auditoría, liquidación de activos, etc.) que el banco soporta junto a la pérdida financiera ocasionada por el impagado. Por tanto, en el momento de la solicitud del crédito, los bancos pueden estar dispuestos a prestar a tipos de interés preferenciales solamente a aquellos empresarios que puedan garantizar plenamente la devolución del crédito. En cambio, deberán cargar tipos de interés superiores a aquellas empresas con mayores probabilidades de fracaso para cubrirse frente a la eventualidad de impagados.

Por consiguiente, el hecho de que diferentes empresas se enfrenten a distintos costes del capital no implica necesariamente que el nivel de inversión de las empresas sea socialmente ineficiente. Efectivamente, el *recuadro 1* examina los niveles de inversión que tendrían lugar en un mercado crediticio competitivo, sujeto a costes de fallido. La conclusión es que, en este caso, los niveles de inversión son eficientes, en el sentido de que igualan (en términos esperados) el producto marginal de la inversión con el coste de oportunidad de los fondos para el banco. En otras palabras, las empresas consiguen financiación hasta el punto en que (en términos esperados) los ingresos adicionales que obtendrían de una peseta adicional de inversión coincidirían con los que otros agentes de la economía obtendrían en usos alternativos, y reflejado en

el coste de oportunidad de los fondos del banco.

Este sencillo ejemplo ilustra que unos costes financieros superiores para algunas empresas, a pesar de estar causados parcialmente por problemas de información, no implican que necesariamente los mercados financieros asignen el crédito de forma ineficiente y que haya lugar para la intervención pública.

4. Restricciones de crédito

En determinadas circunstancias, las asimetrías informativas pueden dar lugar a restricciones de crédito. Un ejemplo clásico fue descrito por Stiglitz y Weiss (1981). En su modelo, la competencia entre entidades de crédito es perfectamente compatible con la existencia de una demanda de crédito superior a la oferta a los tipos de interés prevalecientes en el mercado. Es decir, a los tipos de interés de «equilibrio», un cierto número de empresas no consigue financiación, a pesar de tratarse de empresas similares a aquellas que sí obtienen financiación.

El motivo por el cual esta situación de exceso de demanda de crédito pueda ser estable es que ninguna entidad tiene incentivos a subir ligeramente el tipo de interés y tratar de hacer mayores beneficios con las empresas financieramente racionadas, ya que, al subir los tipos de interés, o bien la composición de los demandantes de crédito cambia desfavorablemente para el banco (debido a que sólo aquellas empresas con proyectos muy arriesgados estarían dispuestas a afrontar costes financieros superiores), o bien los mayores tipos de interés inducen a las empresas a emplear el crédito obtenido en proyectos de inversión

Recuadro 1:
Niveles de inversión en un mercado crediticio competitivo sujeto a costes de fallido

Consideremos un mercado de crédito que dura un sólo periodo. En el lado de la oferta se encuentra un cierto número de bancos que tienen acceso a una oferta ilimitada de recursos al tipo de interés r (que podemos interpretar como el tipo de interés interbancario). La demanda de crédito proviene de empresas que carecen de recursos propios para financiar sus proyectos de inversión. Cada empresa que invierte k pts. consigue un nivel de ingresos aleatorio:

$f(k)$ con probabilidad p
0 con probabilidad $1-p$

donde $f(k)$ es una función cóncava; es decir, el producto marginal de la inversión es decreciente y $f(0) = 0$.

El nivel de ingresos de la empresa sólo es observable por la propia empresa. Cualquier otro agente que desee verificar dichos ingresos deberá incurrir en un coste de B pts., que incluye los gastos de auditoría, legales, etc. Siguiendo la literatura sobre contratos financieros óptimos con costes de verificación (por ejemplo, Gale y Hellwig, 1985), el contrato financiero más eficiente en este contexto es el contrato de deuda estándar; es decir, en caso de éxito, la empresa paga al banco una cantidad de dinero preestablecida Rk ; en el caso de fracaso, la empresa se declara insolvente, lo cual es verificado por el banco, incurriendo en los correspondientes costes.

Un banco que deba alcanzar una tasa de retorno esperada r (haciendo abstracción de problemas de evaluación de riesgo), es-

tará dispuesto a conceder un crédito de k pts. al tipo de interés R si, y sólo si:

$$p R k + (1-p) (-B) \geq r k \quad [1.1]$$

La competencia entre entidades implicará que la desigualdad anterior se cumpla con igualdad, y además que el volumen de crédito ofrecido maximice los beneficios esperados de la empresa. Es decir, el banco elegirá (k, R) que maximicen

$$p [f(k) - R k]$$

sujeto a la restricción [1.1].

La solución viene dada por:

$$p f'(k) = r \quad [1.2]$$

$$R = \frac{r + (1-p) \frac{B}{k}}{p} \quad [1.3]$$

La expresión [1.2] indica que el nivel de inversión será tal que el valor esperado del producto marginal coincida con el coste de oportunidad de los fondos, y por tanto el nivel de inversión será socialmente óptimo. La expresión [1.3] fija el tipo de interés del crédito al nivel que garantiza una tasa de retorno media r ; por consiguiente, el tipo de interés crecerá con la probabilidad de bancarrota y con los costes de la bancarrota.

con una probabilidad de fracaso superior. En ambos casos, existen empresas que, al tipo de interés de mercado, desearían obtener un nivel de crédito mayor, y sin embargo los oferentes no están dispuestos a concederlo.

El *recuadro 2* presenta un sencillo modelo que ilustra la posibilidad de racionamiento del crédito. En este ejemplo concreto, el nivel de inversión es ineficientemente bajo, en el sentido de que el producto marginal de la inversión es superior al coste de oportunidad de los fondos.

La intuición económica es la siguiente. Debido a su responsabilidad limitada, y cuando la financiación es a través de contratos de deuda, los empresarios eligen su estrategia de inversión, que maximiza su beneficio a condición de que puede pagar su

deuda, ya que en caso contrario su beneficio es cero, independientemente del resultado de la empresa. El empresario elegirá proyectos con una alta varianza, y que, a condición de que la empresa sobreviva, proporcionan unos altos beneficios. En otras palabras, los contratos de deuda inducen a los empresarios a actuar como si fueran «amantes del riesgo».

Por el contrario, los objetivos del banco tienen distinto signo. Al banco no le interesa cuál es el excedente de la empresa en el caso de que éste sea positivo, pero sí en el caso de que sea negativo. Por tanto, el banco preferirá que el empresario elija proyectos de poco riesgo que tengan una baja probabilidad de fallido, y escasas pérdidas en caso de fallido. Si el banco no es capaz

de supervisar el uso que el empresario hace de los recursos prestados, entonces intentará adecuar las condiciones del contrato para inducir al empresario a actuar de forma adecuada. A menudo, conseguirá este objetivo restringiendo la cantidad de crédito por debajo del nivel deseado por la empresa a los tipos de interés vigentes. Un volumen de inversión menor implica un producto marginal de la inversión mayor y, por tanto, a condición de que puede hacer frente a los pagos al banco, los ingresos de la empresa serán relativamente altos en relación al coste de la deuda. En consecuencia, los incentivos del empresario a tomar un riesgo mayor disminuirán.

Si el banco restringe la cantidad de crédito para proporcionar al empresario los incentivos ade-

Recuadro 2:
Modelo ilustrativo de la posibilidad de racionamiento del crédito

Consideremos una empresa que tiene acceso a un conjunto de proyectos de inversión parametrizados por α . Si invierte k pesetas en un proyecto caracterizado por el parámetro α , consigue unos ingresos de

$$\begin{aligned} (1 - z + \frac{z}{\alpha}) f(k) & \text{ con probabilidad } \alpha p \\ 0 & \text{ con probabilidad } 1 - \alpha p \end{aligned}$$

donde z es un número entre 0 y 1, y $f(k)$ es, de nuevo, una función cóncava. Finalmente, la empresa puede elegir α en el intervalo $[\underline{\alpha}, 1]$, donde $\underline{\alpha}$ es un número positivo suficientemente pequeño. (La estructura básica del modelo está tomada de Bacchetta y Caminal, 1995).

Nótese que el valor esperado de los ingresos es

$$\alpha p (1 - z) f(k)$$

por lo que el proyecto más eficiente es $\alpha = 1$, ya que maximiza el valor esperado, además de minimizar el riesgo.

Supongamos que la elección del proyecto de inversión sólo es observable por el empresario, pero no por los prestamistas potenciales. En este caso, ni el volumen de crédito, k , ni el tipo de interés, R , pueden condicionarse a la elección de α . De ahí puede surgir un conflicto potencial, ya que la empresa no internaliza las pérdidas que infligirá al banco en el caso de fallido (lo que ocurre con probabilidad $1 - \alpha p$), en cambio se apropiará de los ingresos extraordinarios alcanzados en el caso de éxito ($1 - z + \frac{z}{\alpha} > 1$ cuando α es menor que 1). La elección óptima de α resultará del siguiente problema de optimización. Para simplificar la exposición, supongamos de nuevo que la empresa es neutral con respecto al riesgo. En este caso, dados (k, R) , la empresa elige α con el objeto de maximizar:

$$p \alpha [(1 - z + \frac{z}{\alpha}) f(k) - Rk]$$

En este caso, no existe una solución interior. La empresa elegirá $\alpha = 1$ si, y sólo si:

$$(1 - z) f(k) \geq Rk \quad [2.1]$$

En caso contrario, la empresa elige $\alpha = \underline{\alpha}$. Es fácil comprobar que ningún banco estará dispuesto a ofrecer unas condiciones de crédito tales que induzcan a la empresa a elegir $\alpha = \underline{\alpha}$, e incurrir así en una mayor probabilidad de fallido y unos ingresos esperados menores. Por tanto, el único contrato que se observará en es-

te contexto deberá satisfacer la restricción [2.1].

Por último, la competencia entre bancos reducirá a cero sus beneficios esperados, con lo que el tipo de interés que ofrecerán será aquel que permita al banco alcanzar en términos esperados la tasa de retorno del mercado, r . Es decir, (k, R) serán tales que:

$$R = \frac{r + (1 - p) \frac{B}{k}}{p} \quad [2.2]$$

k vendrá definido implícitamente por

$$p f'(k) = r$$

si satisface [2.1]

$$(1 - z) f(k) = Rk \quad [2.3]$$

en caso contrario.

¿En qué medida la restricción de incentivos [2.1] supone una distorsión en el nivel de inversión? Ello resulta más fácil de ver en el caso en que la función $f(k)$ exhibe elasticidad constante; es decir:

$$f(k) = k^\lambda$$

donde λ es un número entre 0 y 1. En este caso, la restricción [2.1] puede reescribirse del siguiente modo:

$$f'(k) \geq \frac{\lambda}{1 - z} R \quad [2.4]$$

Para que la restricción de incentivos sea vinculante, es suficiente que $\lambda > 1 - z$. En ese caso, el producto marginal de la inversión es superior al tipo de interés. En este sentido, podemos hablar con claridad de restricción de crédito.

Por consiguiente, la asimetría informativa acerca de las posibilidades de inversión de la empresa implica que ésta se vea racionada en el mercado de crédito. Al tipo de interés al que se le ofrece el crédito, la empresa desearía llevar a cabo un volumen de inversión mayor. Los bancos no están dispuestos a conceder más crédito debido a que anticipan que, en caso de hacerlo, la empresa elegiría proyectos menos eficientes, que comportan una mayor probabilidad de fallido.

cuados, ello significa que el nivel de inversión será inferior al que resultaría en el caso en que el banco pudiera condicionar el crédito al tipo de proyecto de inversión, en cuyo caso se alcanzaría el primer óptimo. En otras palabras, la restricción del crédito es una estrategia óptima para

los intermediarios financieros, pero causa un nivel de inversión que es socialmente ineficiente. En este caso, existe un papel potencial para las administraciones. En el apartado IV examinaremos algunas formas de intervención pública que podrían incrementar la financiación de

las empresas y mejorar así la eficiencia de la asignación de recursos.

5. Otras características de los mercados de crédito

A continuación, examinaremos brevemente otros dos as-

pectos de los mercados de capitales en presencia de información asimétrica, relacionados con los incentivos que los bancos tienen a tomar riesgos prestando a pequeños empresarios y a ejercer un esfuerzo de supervisión suficientemente alto.

Empecemos por el primer tema. Una de las formas que tienen los bancos y, en general, los mercados de conocer la capacidad del empresario y las posibilidades de inversión a su alcance es siguiendo su trayectoria a lo largo del tiempo. A menudo, es difícil distinguir al principio entre un futuro Bill Gates y un joven igualmente ambicioso pero de nula capacidad empresarial. Podría ser que un banco estuviera dispuesto a financiar sus primeras inversiones a cambio de una buena tajada en sus beneficios futuros en caso de éxito. Sin embargo, ello no es posible normalmente a través de los instrumentos crediticios. Si un banco concede un crédito a un joven empresario, una vez éste ha establecido su reputación, podrá solicitar crédito en buenas condiciones en cualquier otro banco.

Por tanto, a través de instrumentos de deuda resulta muy difícil que consigan financiación aquellos empresarios con proyectos rentables a largo plazo en términos esperados, pero que a corto plazo tienen un elevado riesgo (2)

Al margen de la observación de la evolución temporal de la empresa, los bancos pueden evaluar y supervisar directamente los proyectos de inversión de las empresas. Cuando un empresario acude a un banco a solicitar crédito, éste estudia *ex-ante* las posibilidades de inversión de la empresa, evalúa la posible rentabilidad de los proyectos, y a menudo supervisa la evolución de la inversión, condicionando la

extensión del crédito al cumplimiento de una serie de requisitos. Todo ello comporta unos costes para el banco.

Si el esfuerzo del banco es alto, entonces sabrá reconocer con una alta probabilidad los proyectos rentables y establecerá garantías suficientes de que la financiación se canaliza de la forma adecuada. Sin embargo, si el esfuerzo de supervisión es pequeño, el banco será reticente a conceder créditos, a excepción de que la información que posea sea extraordinariamente favorable, lo que, lógicamente, ocurrirá en una proporción pequeña de casos.

El esfuerzo de supervisión del banco guardará relación con su beneficio esperado, y por tanto con el tipo de interés que pueda cargar en sus créditos. La competencia en el mercado de crédito impedirá que el banco pueda apropiarse de todo el excedente derivado de la inversión. Por consiguiente, es de esperar que dicho esfuerzo sea menor que el que sería deseable socialmente. En otras palabras, demasiado a menudo un proyecto de inversión rentable será rechazado por el banco.

En general, una empresa rechazada por un banco intentará conseguir financiación en otro, por lo que podría producirse un problema de duplicación de esfuerzos de supervisión. Sin embargo, el segundo banco tendrá, en principio, escasos incentivos a examinar un candidato ya rechazado previamente. Por tanto, el nivel de esfuerzo en las tareas de supervisión y evaluación en mercados de crédito tenderá a ser subóptimo (3).

Por último, dado que el resultado de la supervisión de los bancos es información privada, ello les confiere un cierto grado

de poder de mercado que multiplica los problemas de eficiencia en los mercados de crédito.

III. ALGUNAS FORMAS DE INTERVENCIÓN PÚBLICA EXISTENTES

En la actualidad, existe en nuestro país un abanico de programas, similares a los de la mayoría de los países de nuestro entorno, que tienen como objetivo facilitar la financiación de las PYME. En su conjunto, se trata de un grado de intervencionismo tímido, pero en absoluto negligible. En este apartado, nos vamos a centrar en dos instrumentos de especial relevancia: los subsidios al coste del capital y los avales públicos (4). En España, la ayuda financiera pública a las PYME, motivada por posibles «fallos del mercado crediticio», se origina tanto en la Administración central como en las autonómicas. La mayor parte de los programas públicos de la Administración central se canalizan a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

1. La línea de crédito a las PYME del ICO

El ICO concedió a lo largo de 1994 un total de 243.000 millones de pesetas de su línea de crédito a las pequeñas y medianas empresas españolas. El propio Instituto estima que indujo una inversión de 618.000 millones (lo que representa, aproximadamente, un 5 por 100 de la formación bruta de capital total durante este período). El valor medio del préstamo fue de aproximadamente 16 millones, por lo que no hay ninguna duda sobre el tamaño de las empresas receptoras. El ICO cuenta con un gran número de programas del

que el crédito a las PYME es sólo una pequeña parte. Se financia parcialmente en los mercados, aunque no es en absoluto negligible el subsidio implícito que recibe del Estado a través de la financiación pública a tipos de interés por debajo del mercado (5).

Las PYME que consiguen financiación a través de dicha línea de crédito se enfrentan a tipos de interés cercanos a los preferenciales de la banca privada. Además, en algunos casos, pueden disfrutar de subsidios adicionales con cargo a los programas de las comunidades autónomas.

2. Las sociedades de garantía recíproca

Desde 1978 existe en España una legislación que regula la existencia de sociedades de garantía recíproca (SGR). Estas sociedades están compuestas por dos tipos de miembros: socios partícipes (PYME) y socios protectores (esencialmente, las administraciones públicas). Su principal objetivo es conceder avales que permitan a las PYME acceder a la financiación bancaria en mejores condiciones.

Las SGR tienen capital propio, así como un fondo de provisiones técnicas para responder de la morosidad de sus asociados. Para conseguir un aval, los socios partícipes suscriben capital de la SGR y pagan una comisión en concepto de aval y una comisión de estudio.

La capacidad de la SGR para conceder avales depende de las aportaciones realizadas tanto por sus socios partícipes como, muy especialmente, por las administraciones públicas. En cualquier caso, el Estado (Administración central y comunidades

autónomas) es el responsable subsidiario de las SGR (véanse ICO, 1995, e Iváñez, 1992).

Además de la concesión de avales, las SGR actúan como asesores financieros de sus miembros y negocian con las entidades financieras las condiciones del crédito.

En términos cuantitativos, el capital social suscrito en las SGR en 1994 fue de más de 16.000 millones de pesetas, la mitad, aproximadamente, ha sido suscrito por los socios protectores, y la otra mitad por las más de 37.000 empresas asociadas. El riesgo vivo ese mismo año era de 113.000 millones de pesetas, y el importe medio del aval concedido fue de algo más de 12 millones de pesetas.

En definitiva, la función más importante de las SGR es la de canalizar los avales públicos a las PYME. La concesión de dichos avales tiene un coste presupuestario para las administraciones públicas que no hay que olvidar. Por otra parte, el papel de las SGR como asesores financieros e intermediarios en la negociación con las entidades financieras podría ser también muy relevante.

IV. EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS PÚBLICAS EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYME

Consideremos un ejemplo concreto. Supongamos que las grandes empresas consiguen financiación a tipos preferenciales alrededor del 11 por 100. En cambio, a las pequeñas empresas que acuden a los bancos o bien se les ofrece la financiación deseada, aunque a tipos muy superiores, digamos el 18 por 100, o bien se les restringe la canti-

dad de crédito deseada de forma sustancial o, muy frecuentemente, una combinación de ambas. En muchos de estos casos, dada la imposibilidad práctica de obtener financiación por otras vías (ampliaciones de capital o emisión de deuda), el nivel de inversión de las PYME resulta ser menor que el que sería socialmente deseable.

No obstante, no es en absoluto obvio cuáles son las formas de intervención pública adecuadas. Si las ayudas financieras a las PYME se asignan con criterios burocráticos, dicha intervención podría ser incluso contraproducente. Por ejemplo, si el Estado estuviera dispuesto a prestar a todas las PYME a tipos de interés preferenciales, podría estar induciendo niveles de inversión ineficientemente altos en algunas empresas. Ello ocurriría si los altos tipos de interés a que deben hacer frente algunas PYME en el sector privado se debiera a una probabilidad mayor de quiebra o morosidad (*recuadro 1*). Por otra parte, si las restricciones de crédito que algunas empresas experimentan en el sector privado fueran un mecanismo disciplinante que les incentiva a usar sus recursos financieros de forma eficiente (*recuadro 2*), la concesión de crédito ilimitado por parte del Estado quebrantaría dicha disciplina financiera, e induciría una aplicación ineficiente de los recursos financieros obtenidos por esas empresas.

Por consiguiente, los criterios de intervención pública deben ser sumamente selectivos. Algunos programas públicos podrían mejorar la eficiencia en algunos casos y empeorarla en otros. Los fallos de mercado existentes en la asignación del ahorro proporcionan un cierto margen de intervención al sector público, pero dicho margen es probable-

mente muy estrecho, exigiendo de las administraciones una elevada capacidad de discriminación y sintonía fina (*fine tuning*, en la terminología anglosajona). A continuación, examinaremos situaciones particularmente favorables a la intervención pública.

1. Los subsidios al coste del capital

Centrémonos en el ejemplo en el que la restricción de crédito sea un mecanismo de disciplina que induce al prestatario a asignar sus fondos a los proyectos de inversión adecuados (*recuadro 2*). Como consecuencia de la restricción de crédito, el producto marginal de la inversión es superior al coste de oportunidad de los fondos, y por tanto nos hallamos ante un caso de inversión ineficientemente baja en relación con el primer óptimo. Extender el crédito, manteniendo los tipos, sería ineficiente. No obstante, podríamos extender el crédito si simultáneamente disminuyéramos el tipo de interés, manteniendo el diferencial entre el producto marginal de la inversión y el coste del crédito para la empresa. Es decir, en nuestro anterior ejemplo numérico, podríamos extender el crédito, y por tanto aumentar la inversión, si cargáramos un tipo de interés tal que el retorno esperado del crédito se sitúe por debajo del 11 por 100 (algo que ninguna institución privada estará dispuesta a hacer, puesto que comportaría pérdidas). Cuanto mayor sea la subvención en términos de tipo de interés, mayor será el volumen de crédito que podemos conceder sin alterar los incentivos de la empresa. En el límite, podemos alcanzar el nivel de inversión eficiente.

En este caso, la conclusión es, tal vez, sorprendente. Exten-

der el crédito a tipos de interés de mercado puede ser contraproducente, pero en cambio subvencionar el coste del capital nos permitirá extender el crédito de forma eficiente. El *recuadro 3* examina con mayor detalle el papel de los subsidios a los tipos de interés en el contexto descrito en el *recuadro 2*.

Las consecuencias normativas que se derivan del análisis anterior son las siguientes. Si la agencia estatal encargada de las líneas de crédito directo cuenta con la misma capacidad de evaluación de proyectos que las mejores entidades privadas, podrá identificar los motivos por los cuales algunas empresas no consiguen en el sector privado todo el crédito que desean. En ese caso, la agencia estatal puede mejorar la eficiencia en la asignación del ahorro subvencionando el coste del capital de dichas empresas.

Ahora bien, la implementación de dicha política comporta dos dificultades importantes. En primer lugar, la necesaria subven-

ción implícita en el crédito público implica un coste social en la captación de recursos vía impuestos. Por lo que, para establecer la optimalidad de dicha política, habrá que comparar las ganancias de eficiencia debidas al aumento de la inversión de las empresas con un alto producto marginal con las distorsiones ocasionadas por el sistema impositivo. En segundo lugar, la prescripción de pérdidas para la agencia de crédito pública introduce un mayor grado de dificultad en la supervisión de las actividades de dicha agencia. ¿Cómo conseguiremos saber si las pérdidas exhibidas por la agencia estatal se deben únicamente a la subvención otorgada bajo las directrices adecuadas, o también a errores de evaluación y diseño en la política crediticia de la agencia?

Estos problemas no son en absoluto triviales. Los subsidios financieros a las PYME no pueden otorgarse con criterios burocráticos (basados en características verificables), sino, a menudo, deberán condicionarse a circuns-

Recuadro 3: Subsidios al coste del capital

¿Qué pueden hacer las autoridades para mejorar la situación de subinversión descrita en el *recuadro 2*? Si aumentaran el crédito por encima del nivel concedido por el sector privado, violarían la restricción de incentivos [2.4], empeorando la situación. Una forma de intervención que puede mejorar la eficiencia en este caso consistiría en reducir el tipo de interés cargado a la empresa, lo que permitiría aumentar el nivel de inversión.

Es decir, el Estado podría subsidiar el crédito de estas empresas en un σ por 100, con lo que el tipo de interés al que se enfrentarían las empresas sería $(1 - \sigma) R$, lo que permitiría unos niveles de inversión superiores de acuerdo con la condición [2.4]. La restricción de incentivos [2.4] sería ahora:

$$f'(k) = \frac{\lambda}{1 - z} (1 - \sigma) R$$

Un ejemplo numérico puede ayudar a ilustrar la magnitud de estos efectos. Tomemos por ejemplo $\lambda = 0.5$ y $z = 1 - \frac{1}{2\sqrt{2}}$. En este caso, el nivel de crédito de las empresas restringidas es una mitad del nivel socialmente deseable. Un subsidio a los tipos de interés del 20 por 100 conseguiría aumentar la inversión en más de un 50 por 100 y, por tanto, cubrir en más de la mitad el diferencial existente entre el nivel de inversión permisible y el deseado.

tancias observables por las entidades financieras privadas, pero de difícil caracterización objetiva. En definitiva, la concesión de subsidios financieros resultará eficiente si la agencia estatal consigue compatibilizar la aplicación de criterios profesionales a la evaluación de proyectos con objetivos sociales (mejora de la eficiencia en lugar de beneficios privados).

2. Los avales públicos

Los avales públicos disminuyen el coste de fallido para los prestamistas, por lo que éstos están dispuestos a ofrecer un nivel de crédito mayor a un menor coste. De nuevo, si el diferencial en el tipo de interés pagado por las PYME se debía a una mayor probabilidad de fallido (*recuadro 1*), el aval público aumentará la inversión de la empresa de forma ineficiente. Por el contrario, si la restricción de crédito pretende un efecto disciplinante (*recuadro 2*), el aval conseguirá incrementar la inversión acercándola a su valor eficiente. En este segundo caso, el subsidio directo y el aval son instrumentos similares que actúan a través del mismo mecanismo: reducen el coste de capital efectivo de la empresa, relajando el problema de incentivos y permitiendo niveles de inversión superiores. El *recuadro 4* examina en mayor detalle el efecto del aval.

Cuando el riesgo al que se enfrenta la empresa no sea simplemente idiosincrásico, sino que tenga un componente agregado, entonces subsidio y aval pueden tener efectos distintos, cuyo análisis queda excluido del objetivo de este trabajo. Por otra parte, las SGR se definen, por lo menos nominalmente, como cooperativas de empresarios que se avalan mutuamente. Esta caracte-

terística podría ser potencialmente importante si estas cooperativas pudieran explotar alguna ventaja comparativa en la evaluación de proyectos de inversión. En otras palabras, si las empresas con proyectos de alta calidad pudieran reconocerse mutuamente y asociarse para obtener financiación, ello reduciría enormemente los costes de supervisión para las entidades financieras, y por tanto las condiciones de financiación de las empresas. Las características actuales de las SGR no parecen apuntar en esta dirección.

3. Otras políticas

Además de los instrumentos analizados anteriormente, las administraciones públicas desarrollan toda una serie de políticas, en general de carácter más horizontal, que podrían estar justificadas, al menos en parte, a partir de algunos de los fallos de mercado mencionados más arriba.

Por ejemplo, las SGR ejercen un importante papel no sólo como asesores financieros, sino también como intermediarios entre las PYME y las entidades financieras. Este esfuerzo debe

Recuadro 4: Efecto de los avales públicos

Consideremos el papel de los avales públicos en el contexto del modelo descrito en el *recuadro 2*. Si el Estado garantiza una proporción c del crédito de la empresa, la competencia bancaria inducirá el siguiente tipo de interés:

$$R = \frac{r + (1 - p) \left[\frac{B}{k} - c \right]}{p}$$

Claramente, el tipo de interés cae con la proporción de crédito garantizada. De nuevo el nivel de inversión podrá aumentar sin violar la restricción de incentivos. Por consiguiente, el aval tiene el mismo efecto que el subsidio. De hecho, es fácil demostrar que, en este contexto, si el Estado decide gastar una cierta cantidad de dinero para incrementar la inversión de dichas empresas, será indiferente que lo haga en forma de subsidios al coste del capital o en forma de avales.

revertir, necesariamente, en una mejora de la transparencia y eficiencia de los mercados financieros, con la consiguiente mejora del bienestar social.

Por otra parte, tanto las SGR como las agencias públicas de crédito ejercen un cierto papel en la selección de los proyectos de inversión, complementando potencialmente el esfuerzo de las entidades de crédito privadas. En la medida en que el problema analizado en el apartado II, acerca del escaso incentivo de las entidades financieras a identificar los proyectos de inversión de alta calidad, sea intenso, debería plantearse de forma sistemática establecer los mecanismos adecuados para subsanar esta deficiencia. En principio, una agencia estatal podría dedicarse a «expedir» certificados de calidad financiera a las empresas que superaran un examen estricto. Dichas empresas podrían entonces acceder al crédito primario en mejores condiciones.

No obstante, sería ventajoso juntar las actividades de supervisión y concesión del crédito. Como hemos apuntado más arriba, la supervisión se realiza, a veces, cuando se ha concedido el crédito y el proyecto de inversión está en marcha. Por otra parte,

existe el problema de credibilidad. ¿Cómo se puede convencer a los bancos de que los certificados expedidos por la agencia pública son fiables? Parece exigible que sea la propia agencia quien asuma responsabilidades concediendo el crédito o, como mínimo, avalándolo. Por tanto, la discusión nos lleva de nuevo a los mecanismos de intervención pública directa comentados más arriba.

El otro aspecto mencionado en el apartado II se refiere al sesgo existente en los mercados de crédito hacia la financiación a corto plazo, con los posibles riesgos de racionamiento del crédito a aquellos proyectos con un alto grado de incertidumbre y rentabilidad adecuada en el largo plazo. En este caso, la política pública óptima parece ser no tanto involucrar a alguna agencia pública en la relación financiera a largo plazo con las empresas como desarrollar mercados e instrumentos financieros adecuados para subsanar dicha deficiencia (6).

V. CONCLUSIONES

En este artículo, hemos analizado las posibilidades de intervención pública en los mercados de crédito para favorecer las condiciones de financiación de las PYME con el fin de mejorar la eficiencia de la asignación del ahorro. A continuación, resumimos las principales conclusiones.

1. Los mercados de crédito exhiben características poco deseables, debido en parte a las asimetrías de información existentes entre ambos lados del mercado. Las PYME se ven particularmente afectadas por estos problemas debido al menor volumen de activos reales, así como

a la falta de reputación financiera. En consecuencia, muchas de las PYME se enfrentan a altos costes del capital y/o restricciones de crédito. A causa, sobre todo, del segundo aspecto, la inversión de las PYME es ineficientemente baja. En otras palabras, el producto marginal de la inversión de las PYME enfrentadas a restricciones de crédito es superior al de las empresas que no experimentan tales restricciones.

2. Existen, en principio, posibilidades de intervención pública que pueden mejorar la eficiencia en la asignación del ahorro. El objetivo de estas políticas sería la redistribución de recursos desde las empresas no restringidas, y por tanto con un producto marginal de la inversión relativamente bajo, a las empresas restringidas y con un producto marginal de la inversión superior.

3. Hay una serie de medidas de carácter horizontal que parecen claramente deseables: asesoramiento financiero a las PYME por parte de agencias públicas o semipúblicas, promoción de nuevos instrumentos financieros adecuados a las necesidades de las PYME, aumento de la transparencia de los mercados crediticios, etcétera.

4. Existen algunas formas de intervención directa que podrían, asimismo, mejorar la eficiencia; en particular, los subsidios al coste del capital y los avales públicos podrían constituir instrumentos útiles para aumentar la inversión de las PYME afectadas por las restricciones de crédito. En cualquier caso, las agencias públicas encargadas de su administración deberán necesariamente acumular pérdidas. Ello plantea dos problemas importantes. En primer lugar, habrá que comparar las ganancias de bienestar obtenidas por la mayor inversión de las PYME con las dis-

torsiones causadas por la recaudación adicional necesaria para la financiación de dichos programas. En segundo lugar, existe un serio problema de gestión y control de dichas agencias. Puede resultar enormemente difícil distinguir entre las pérdidas generadas por la naturaleza de su actividad y las originadas en los errores de gestión.

5. Cuando las empresas se enfrentan a riesgos idiosincrásicos, los avales públicos actúan de forma similar a los subsidios al coste del capital. Las SGR, además de canalizar los avales públicos, pueden jugar un papel importante aumentando la transparencia de los mercados crediticios y disminuir el poder de mercado de las entidades financieras. Los avales mutuos podrían resultar útiles, siempre y cuando dichas sociedades fueran capaces de explotar alguna ventaja relativa en la supervisión de sus miembros.

En definitiva, la existencia de programas públicos encaminados a mejorar la financiación de las PYME parece plenamente justificada desde el punto de vista de la eficiencia de los mercados financieros. No obstante, las dificultades prácticas para implementar de forma adecuada estos programas explican también que su tamaño relativo sea modesto.

NOTAS

(*) Agradezco la ayuda recibida de la CICYT, a través del proyecto PB92-0120.

(1) Los trabajos de INNES (1991) y WILLIAMSON (1995) adoptan un enfoque similar para examinar algunas políticas adoptadas en los Estados Unidos.

(2) Los incentivos de los bancos a «experimentar» empeoran a medida que crece la competencia. Véase PETERSEN y RAJAN (1995).

(3) De nuevo, los incentivos de los bancos a supervisar las solicitudes de crédito empeoran con la competencia. Véase BHATTACHARYA *et al.* (1995).

(4) El sector público ha tenido un papel clave en la aparición y desarrollo de las sociedades de capital riesgo (SCR, o *venture capital*, en la terminología anglosajona). Más del 20 por 100 de los recursos acumulados por las SCR proceden del sector público. Dichas sociedades aportan recursos financieros estables a las PYME a través de participaciones temporales en su capital, que tienen por objeto contribuir a su nacimiento o expansión. Además de ayudar a su capitalización, las SCR contribuyen a profesionalizar las PYME y asesorarlas en los distintos ámbitos. Véase MARTÍ (1993 a y b).

(5) En 1994, el coste medio de los recursos fue de 7,33 por 100, claramente inferior a los tipos prevalecientes en el mercado.

(6) En este sentido, el soporte público a las sociedades de capital riesgo y la promoción de los mercados secundarios de valores para las PYME constituyen formas de intervención muy atractivas, cuyo análisis queda fuera del objetivo de este artículo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALONSO, C., y BENTOLILA, S. (1992), «La relación entre la inversión y la 'q' de Tobin' en las empresas industriales españolas», en *Homenaje a Gonzalo Mato*.

BACCHETTA, P., y CAMINAL, R. (1995), «Do capital market imperfections exacerbate output fluctuations?», mecanografiado.

BHATTACHARYA, S.; CAMINAL, R., y MATUTES, C. (1995), «Bank solvency and credit market competition», trabajo en proceso.

FAZZARI, S.; HUBBARD, R., y PETERSEN, B. (1988), «Financing constraints and corporate investment», *Brooking Papers on Economic Activity*, págs. 141-206.

GALE, D., y HELLWIG, M. (1985), «Incentive-compatible debt contracts: the one-period problem», *Review of Economic Studies* 52, págs. 647-663.

GERTLER, M., y GILCHRIST, S. (1994), «Monetary policy, business cycles and the behavior of small manufacturing firms», *Quarterly Journal of Economics*, 99, págs. 309-340.

HERNANDO, I., y VALLES, J. (1992), «Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas», *Moneda y Crédito*, pág. 195.

INNES, R. (1991), «Investment and government intervention in credit markets when there is asymmetric information», *Journal of Public Economics* 46, páginas 347-381.

INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL (ICO) (1994), *Memoria anual*.

— (1995), *Las sociedades de garantía recíproca como instrumento financiero de las pequeñas y medianas empresas*, Cudemos ICO.

IVÁÑEZ, J. M. (1992), «El sistema español de garantías recíprocas», *Economía Indus-*

trial, noviembre-diciembre, páginas 111-124.

KASHYAP, J.; STEIN, J., y WILCOX, D. (1993), «Monetary policy and credit conditions: evidence from the composition of external finance», *American Economic Review*.

MARTÍ, J. (1993a), *El capital riesgo en España. 1993*, Instituto de la Mediana y Pequeña Empresa.

— (1993b), «La capitalización de las PYME mediante capital riesgo», *Economía Industrial*, noviembre-diciembre, páginas 93-110.

MATO, G. (1989), «Inversión, coste de capital y estructura financiera: un estudio empírico», *Moneda y Crédito*, 188, páginas 177-201.

MUÑIZ, M. (1993), «El Instituto de Crédito Oficial: nuevas ideas para viejos problemas», *Economía Industrial*, septiembre-octubre, páginas 129-134.

PETERSEN, M., y RAJAN, R. (1995), «The effect of credit market competition on lending relationships», *Quarterly Journal of Economics*, págs. 407-443.

STIGLITZ, J., y WEISS, A. (1981), «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, 81, págs. 393-410.

WILLIAMSON, S. (1994), «Do informational frictions justify federal credit programs?», *Journal of Money, Credit and Banking*, agosto, págs. 523-551.

Resumen

El objetivo de este trabajo es analizar el papel potencial de las políticas públicas en la financiación de las pequeñas y medianas empresas desde el punto de vista de la eficiencia económica. Una vez establecidos los problemas financieros de las PYME y su impacto sobre la inversión real, se estudian las situaciones en las que el Estado puede intervenir para mejorar la eficiencia. A la luz de las consideraciones generales, se analizan algunas de las políticas desarrolladas actualmente en España; en particular, los subsidios al coste del capital y los avales públicos.

Palabras clave: restricción de crédito, PYME, subsidio, aval.

Abstract

The potential role of public policy in the financing of small—and medium—sized companies is studied here from the standpoint of economic efficiency. After reviewing the problems of small—and medium—sized firms and their impact on real investment, the paper goes on to analyze the circumstances in which the State can intervene to enhance efficiency. In the light of these general considerations, it analyzes several of the policies now being developed in Spain, in particular capital grants and government-backed credit.

Key words: credit restrictions, small—and medium—sized firms, grants, credit backing.

JEL classification: D82, E62, G38.