

# EL SISTEMA FINANCIERO Y LA FINANCIACIÓN DE LAS PYME

Manuel MARTÍN RODRÍGUEZ

## I. DEFINICIÓN E IMPORTANCIA DE LAS PYME

A hablar de la pequeña y mediana empresa (PYME) en España, la primera cuestión que se plantea es la de su problemática definición, no coincidente en las distintas fuentes que normalmente se utilizan para su estudio.

En la Central de Balances del Banco de España, la principal fuente estadística, se consideran pequeñas empresas a las de menos de 100 trabajadores, medianas a las que tienen entre 100 y 500 trabajadores y grandes a las de más de 500 trabajadores. Por su parte, la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre Sociedades de Garantía Recíproca, considera PYME a las de menos de 250 trabajadores.

Más recientemente, la Orden del Ministerio de Industria y Energía, de 8 de mayo de 1995, por la que se desarrollan las bases y los procedimientos para la concesión de las ayudas y acciones de fomento previstas por la Iniciativa PYME de Desarrollo Industrial, define a las PYME como aquellas que cumplen los siguientes requisitos: 1) que no tengan más de 250 trabajadores; 2) que tengan un volumen de negocios anual no superior a 20 millones de ecus, o bien un balance general no superior a 10 millones de ecus, y 3) que no estén participadas en más de un 25 por 100 por empresas que no cumplan las dos anteriores condiciones, salvo que éstas sean empresas públicas de inversión, empresas de capital riesgo o que no ejerzan control. No obstante, entre las PYME reconoce expresamente a las llamadas «microempresas», de hasta 10 trabajadores, una distinción que también se hace por el Instituto de Estudios Fiscales (1994b).

Finalmente, y por no citar sino una más de las definiciones actualmente existentes, aunque ésta tenga mayor significación por contener una declaración de principios para todo el ámbito europeo, en la Comunicación de la

Comisión de las Comunidades Europeas sobre la Mesa Redonda de Altas Personalidades del Sector Bancario (28-10-1994), se afirma que la tendencia creciente de la UE es considerar como PYME a las empresas de menos de 250 trabajadores, al menos a efectos de ayudas públicas.

Según la definición que se adopte, la PYME tiene en España distinto grado de importancia, aunque, en cualquier caso, muy alto. Del mismo modo, la intensidad de los problemas a los que se enfrenta es distinta, según cuál sea la frontera de dimensión que la delimite. Una aproximación elemental a distintas fuentes puede permitirnos conocer las proporciones relativas de estas empresas en las economías española y europea.

Según el Instituto de Estudios Fiscales (1994b), las llamadas microempresas (de 1 a 10 empleados) representan el 93,0 por 100 de las empresas españolas y el 17,7 por 100 del empleo; las PYME (de 10 a 250 empleados), el 6,8 por 100 de las empresas y el 46,0 por 100 del empleo; y las grandes empresas (más de 250 empleados), el 0,2 por 100 de las empresas y el 36,3 por 100 del empleo.

En el tercer informe sobre *Empresas en Europa*, de la Comisión de la UE, las microempresas (menos de 10 empleados) representan el 92,4 por 100 de las empresas y el 33,3 por 100 del empleo; las PYME (de 10 a 500 empleados), el 7,5 por 100 de las empresas y el 42,0 por 100 del empleo; y las grandes empresas (más de 500 empleados), el 0,1 por 100 de las empresas y el 24,7 por 100 del empleo.

Por consiguiente, y cualquiera que sea el criterio de definición que se utilice, las PYME tienen una gran importancia, no sólo en la economía española sino en la de toda la Unión Europea. Además, en Comisión de las Comunidades Europeas (1994a), se han señalado con acierto los principales elementos que harán que, en el decenio de 1990, el principal potencial

de empleo se encuentre en las PYME, que pueden sintetizarse en cinco grandes puntos:

- Creciente importancia del sector servicios, en el que predominan claramente las PYME.

- Las PYME se desarrollan principalmente en el entorno local y en aquellas actividades a las que menos afecta la competencia internacional.

- Las PYME emplean proporcionalmente mayor número de mujeres y jóvenes, a los que, por distintas causas, está afectando más el desempleo en el actual proceso de mundialización de la economía.

- Las PYME emplean más trabajadores a tiempo parcial, con lo que pueden jugar un papel importante en la «repartición» del empleo.

- Las prácticas de dispersión y *outsourcing* de las grandes empresas favorecen la externalización de su producción y de sus servicios hacia las PYME, lo que permite ver entre éstas y las grandes empresas una relación más de complementariedad que de competitividad.

Todo ello seguramente explica también los múltiples programas públicos de ayuda a las PYME en todas aquellas actividades en las que se encuentran en situación de desventaja con respecto a las grandes empresas. Sólo en relación con la financiación, cuestión de la que nos ocupamos exclusivamente en esta nota, y según un reciente estudio de la Secretaría de Estado de Economía —*Análisis y evaluación sobre el marco estratégico de financiación de las PYME en España* (1995)—, se ha llegado a registrar la existencia de más de 2.000 instrumentos de apoyo financiero administrados por más de 200 entidades.

## II. FINANCIACIÓN DE LAS PYME. RASGOS CARACTERÍSTICOS

Del análisis financiero de las PYME, se desprenden cuatro rasgos característicos estructurales que producen una amplia gama de efectos sobre su estructura financiera:

- 1.º) La asimetría de información, típica de las actividades de los inter-

mediarios financieros, se presenta muy acusadamente en sus relaciones con las PYME, debido, fundamentalmente, a los mayores costes de búsqueda de información y seguimiento de ésta. Sus efectos sobre la financiación de las PYME son fundamentalmente dos:

- Eleva el coste financiero de sus recursos ajenos.
- Dificulta su acceso a la financiación de las entidades de depósito, debido a que éstas suelen apoyarse más en sus garantías reales, generalmente insuficientes, que en la rentabilidad de sus proyectos empresariales, cuyo estudio resulta difícil y excesivamente oneroso.

2.º) La menor dimensión de las PYME produce, a su vez, un doble efecto en su financiación:

- Limita su posición negociadora frente a las entidades de depósito, lo que se traduce en un mayor coste financiero.
- Limita sus posibilidades de acceso a fórmulas alternativas de financiación ajena (desintermediación, mercados), lo que, junto a sus dificultades de acceso a la financiación de las entidades de depósito, restringe, por una parte, su crecimiento en la fase alta del ciclo, y por otra, en cambio, introduce un cierto factor de estabilidad en la fase baja, lo que hace que su comportamiento en ésta sea mejor que el de la gran empresa.

3.º) La menor esperanza media de vida de las PYME (según diversas estimaciones, en España, cuatro de cada cinco mueren antes del quinto año de existencia), también produce efectos sobre su financiación:

- Aumenta objetivamente el riesgo de la inversión crediticia en las PYME y, consiguientemente, el coste financiero, debido no sólo a ello, sino al propio comportamiento cortoplacista que implica para las entidades financieras.

- Condiciona el plazo de los instrumentos financieros utilizados, con un claro predominio del corto plazo, con los consiguientes efectos en períodos de volatilidad de tipos.

4.º) Sus dificultades de financiación en los mercados financieros les

hace muy dependientes de la llamada financiación sin coste (proveedores, acreedores), con las consiguientes repercusiones no sólo sobre su estructura financiera, sino sobre las propias relaciones interempresariales, creándose así una relación de interdependencia que va más allá de las estrictas transacciones reales.

En el caso español, y aun teniendo en cuenta las limitaciones de la fuente, particularmente las relativas al escaso peso de las PYME en la muestra que se maneja y al sesgo de ésta hacia la empresa pública, todos y cada uno de estos rasgos característicos, se ponen claramente de manifiesto en la información que suministra la Central de Balances (media del período 1991-1993), de la que es posible deducir las siguientes conclusiones:

a) La estructura del pasivo evidencia una mayor dependencia relativa de las PYME de sus recursos propios (RP) y de la financiación sin coste (FSC) que de la financiación bancaria (FB), como puede verse en el cuadro n.º 1.

b) La mayor dependencia de las PYME de la financiación bancaria puede medirse por el peso de ésta con respecto a la financiación sin coste. Mientras que en las grandes empresas representa un 54 por 100, en las medianas sube hasta el 71 por 100 y en las pequeñas alcanza un 80 por 100.

c) La mayor dependencia de las PYME de su financiación sin coste se refleja en la *ratio* deuda con coste/deuda, que en las pequeñas empresas es de tan sólo el 46 por 100, en las medianas del 51 por 100 y en las grandes del 64 por 100.

d) La financiación a corto plazo con respecto al total de la financiación ajena es el 56 por 100 en las grandes empresas, el 79 por 100 en las medianas y el 82 por 100 en las pequeñas.

e) Por último, el coste de la deuda, medido por los costes financieros totales con respecto al endeudamiento medio, es de un 11,35 por 100 en las grandes empresas, de un 13,43 por 100 en las medianas y de un 17,14 por 100 en las pequeñas, lo que viene a indicar el mayor coste explícito de la financiación de las PYME, y ello sin tomar en consideración otros posibles costes, como compensaciones de activo, que no resulta posible conocer a partir de la información que suministra la fuente.

Por consiguiente, y a partir del análisis financiero y de la propia evidencia empírica que suministran diversas fuentes, se puede afirmar que la financiación constituye uno de los puntos en que las PYME presentan mayores desventajas con respecto a las grandes empresas. Esto debería llevarles, naturalmente, a definir una estrategia propia en la que se tuvieran muy en cuenta estas desventajas, así como sus principales rasgos estructurales, y muy especialmente el de su gran dependencia de la financiación bancaria. Pero, junto a ello, se han venido desarrollando diversas fórmulas, tanto de políticas públicas como de mercado, especialmente diseñadas para hacer frente a los problemas anteriormente señalados, que podrían clasificarse en tres grandes grupos:

- Políticas de regulación, mediante fijación de condiciones favorables de financiación, que han ido instrumentándose a lo largo del tiempo de muy diversas formas.

- Apoyo financiero, mediante subsidios a tipos de interés, subvenciones directas o incentivos fiscales a la financiación de determinadas operaciones.

- Desarrollo de entidades, mercados e instrumentos financieros especializados, cuyas figuras más importantes pueden clasificarse, a su vez, en función del tipo de financiación a la que afecta fundamentalmente:

– Sociedades de capital riesgo (SCR), segundo mercado de valores y préstamos participativos, que se diri-

CUADRO N.º 1

**ESTRUCTURA DEL PASIVO DE LAS PYME (En porcentaje)**

	RP	FSC	FB
Pequeñas .....	41	31	21
Medianas .....	44	30	19
Grandes .....	37	21	21

gen especialmente a cubrir las deficiencias de las PYME en la obtención de recursos propios.

– Descuento comercial, aplazamiento de pago, *factoring*, *confirming* y *forfeiting*, figuras diseñadas para la financiación externa a corto plazo.

– *Leasing*, fondos de titulización crediticia, hipoteca de máximo en garantía de operaciones de crédito, hipoteca de máximo y prenda sin desplazamiento, que se utilizan en la financiación externa a medio y largo plazo.

– Sociedades de garantías recíprocas (SGR), reafianzamiento público y sistema de garantías públicas, figuras con las que se pretende atender a las exigencias de garantías con las que se trata de sustituir las dificultades de obtención de información de las PYME por parte de los intermediarios financieros.

De todos estos instrumentos, en los siguientes apartados se expone brevemente el funcionamiento de los que mayor desarrollo han alcanzado en España hasta el momento actual, o que mayores posibilidades presentan para el futuro, prescindiendo de aquellos que suponen simplemente un apoyo público directo.

### III. CAPITAL RIESGO

El capital riesgo es una modalidad financiera orientada a la inversión de capital en PYME, a largo plazo y con carácter temporal. La actitud del inversor no es la de un socio pasivo, sino que se involucra en la actividad de la sociedad, aunque sin intervenir en la gestión del día a día. La participación es, en todo caso, minoritaria y se utilizan diferentes instrumentos financieros: acciones ordinarias, acciones preferentes, obligaciones convertibles, etcétera.

En función de la etapa de desarrollo de la empresa, suelen distinguirse diferentes modalidades de inversión: 1) *capital semilla*, cuando la inversión se realiza en la fase previa y en la puesta en marcha de la empresa, cuando el riesgo es muy alto, razón por la que debe esperarse una alta rentabilidad, a no ser que la inversión se realice por administraciones públi-

cas, con una finalidad de promoción económica o porque existan economías externas; 2) *capital de arranque*, con inversión en la etapa de lanzamiento de la empresa, en la que el riesgo es también muy alto; 3) *capital expansión*, cuando se invierte en la fase de consolidación de la empresa, en la que la rentabilidad y el riesgo son más fácilmente evaluables, y 4) *buy-outs* o *inversión en continuidad* de empresas, surgidas, bien por segregación de actividades, bien por adquisición de la participación a un grupo familiar.

El capital riesgo está regulado actualmente en España por el Real Decreto-Ley 1/1986, que abrió este tipo de inversión al capital privado, hasta entonces reservada a empresas de promoción pública (SODI, fundamentalmente). De acuerdo con él, la inversión puede realizarse a través de dos formas distintas: sociedades de capital riesgo, que adoptan la forma de sociedades anónimas que invierten y administran sus propios fondos, y fondos de capital riesgo, constituidos mediante aportaciones de diferentes partícipes, que son administrados por una sociedad gestora a comisión.

Aunque su evolución ha resultado positiva desde su creación, el crecimiento del sistema ha sido demasiado lento. Según la información que facilita anualmente la Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo (ASCRI), los principales datos son los siguientes:

- A finales de 1994, las 48 entidades de capital riesgo asociadas a ASCRI gestionaban capitales por importe de 175.000 millones de pesetas. La inversión en ese año fue de 18.549 millones de pesetas (una cifra realmente modesta).

- De los fondos canalizados al capital riesgo, un 36 por 100 corresponde a inversores extranjeros, un 29 por 100 al sector público y un 35 por 100 a otros inversores.

- El destino de las inversiones ha ido cambiando a lo largo del tiempo, con una creciente importancia de la inversión en capital expansión (70 por 100, actualmente), como consecuencia de la mayor presencia relativa de inversores privados, mucho más interesados por la rentabilidad que el sector público, que ha ido perdiendo peso

en el apoyo al capital de las PYME. Por otra parte, se advierte un aumento de inversiones en empresas de mayor tamaño y con posibilidades de grandes beneficios.

Esta lentitud en el crecimiento del capital riesgo se explica, en parte, por los problemas que afectan actualmente al sector: por una parte, un tratamiento legal inadecuado, en el que destaca la tributación de las plusvalías generadas en el momento de la transmisión de las participaciones, que constituye por su propia naturaleza el capítulo fundamental de la rentabilidad de este tipo de inversión, y la exigencia de participaciones minoritarias, que aleja innecesariamente del instrumento a determinados inversores institucionales; por otra, las dificultades de salida del capital, bien por la estrechez del mercado, en el que falta, además, un verdadero segundo mercado, bien por las propias características intrínsecas del accionariado de las PYME.

Por consiguiente, de no mediar un cambio en la legislación vigente, el futuro de estas entidades no parece muy halagüeño.

### IV. SEGUNDO MERCADO BURSÁTIL

El segundo mercado no es más que un mercado secundario para títulos a largo plazo, con menores exigencias formales que el primer mercado.

La experiencia internacional en este campo no es muy positiva. Como principales razones, se aducen, fundamentalmente, las siguientes: la falta de atención por parte de las bolsas y de las sociedades de Bolsa, debido al escaso volumen de negocio que genera este mercado; la iliquidez de los títulos de las PYME, para los que no suele haber transacciones suficientes en mercados de órdenes, por lo que, comúnmente, se aduce que, tal vez, mercados de precios, con creadores de mercado, podrían atenuar este problema, y los altos costes de colocación.

No obstante, suele presentarse el buen funcionamiento del mercado NASDAQ (EE.UU.) como ejemplo de las posibilidades que ofrece este instrumento. Sin embargo, hay que decir

que de las 4.616 empresas que cotizan en él, tan sólo 395 tienen una capitalización bursátil inferior a cinco millones de dólares, que sigue siendo aún una cifra demasiado alta para las PYME españolas.

Actualmente, también las bolsas de París y Londres estudian por separado proyectos de reactivación del mercado bursátil para las PYME, aunque hay que descartar que éstos vayan a servir para empresas que no alcancen una capitalización bursátil en torno a los 500 millones de pesetas.

En España, el segundo mercado está regulado por el Real Decreto 710/1986, que establece unas condiciones de admisión que, comparadas con las del primer mercado, resultan muy asequibles: el capital y reservas deben alcanzar un mínimo de 25 millones de pesetas, frente a los 200 del primer mercado; no se exige un número mínimo de accionistas (100, en el primer mercado), ni un plazo mínimo de vida de la empresa (dos años en el primer mercado), ni beneficios contables en los últimos años (en el primer mercado, ha de haber beneficios en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos dentro de los últimos cinco años, suficientes para repartir un dividendo del 6 por 100); debe colocarse en el mercado al menos un 20 por 100 del capital; es obligatorio un contrato con una sociedad de contrapartida para dar liquidez a los títulos, aunque sólo en determinados casos; se exigen auditoría externa y determinadas obligaciones de información (memoria anual e información trimestral) y de comunicación de hechos relevantes.

Sin embargo, pese a estas condiciones más laxas, el segundo mercado apenas se ha desarrollado hasta ahora. En la actualidad, sólo cotizan 33 valores (22 en Barcelona, 8 en Bilbao y 3 en Madrid), de los que 26 cotizan en menos del 10 por 100 de las sesiones, siendo la media de capitalización bursátil por empresa de unos 570 millones de pesetas.

Si, pese a estas condiciones tan favorables de admisión, el segundo mercado no ha conseguido desarrollarse, y si incluso el primer mercado no ha podido atraer a un número elevado de empresas, el futuro de este mercado de valores específico para las PYME no parece estar asociado al

relajamiento aún mayor de las condiciones de admisión, sino, tal vez, a otras posibles reformas del mismo, entre las que podrían señalarse como más importantes las siguientes: ampliación de los valores admisibles en el mercado a otros títulos, como los pagarés de empresa; permitir la superación de los límites de autocartera de la LSA, a fin de conseguir cierta estabilidad en las fluctuaciones de los precios; y favorecer la inversión institucional, permitiendo que el coeficiente de inversión obligatorio de las entidades de capital riesgo se materialice en acciones cotizadas en el segundo mercado o modificando los coeficientes de inversión obligatoria de las entidades de inversión colectiva, en el sentido de crear sociedades o fondos con un alto porcentaje de inversión en títulos que coticen en el segundo mercado.

## V. LA TITULIZACIÓN DE CRÉDITOS PYME

Los fondos de titulización crediticia son instrumentos de desintermediación que aglutinan préstamos y derechos de crédito, principalmente bancarios, concedidos a PYME, otorgándoles el tamaño, la homogeneidad y la mejora en el riesgo suficientes como para que puedan ser colocados en los mercados en forma estandarizada y en condiciones atractivas para emisores e inversores. En este sentido, pueden considerarse como una alternativa al acceso directo de las PYME a los mercados de capitales.

El activo de un fondo estaría constituido por participaciones crediticias, consistentes en agrupaciones de créditos otorgados por las entidades bancarias a las PYME, y el pasivo por los valores de distinta naturaleza que, emitidos por el fondo, están dirigidos a los potenciales inversores.

Las principales dificultades técnicas de estos instrumentos son la homogeneización de préstamos de muy distinta naturaleza (que podría solucionarse mediante aval), el *rating* de los mismos (que constituye una exigencia ineludible para su liquidez) y el escaso interés que puedan tener las entidades de depósito en su lanzamiento (ya que supone una desintermediación, que sólo les compensaría

en caso de tener el tratamiento de operaciones fuera de balance).

En España, aunque estos títulos no disponen aún de cobertura legal específica, la Ley 3/1994 ha abierto el camino a su creación. En la actualidad, la Bolsa de Madrid estudia la creación de un fondo, pero por el momento no existe experiencia alguna.

## VI. LAS SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA

Las SGR son unas entidades financieras de carácter híbrido, entre sociedades anónimas y cooperativas, cuyo objeto social específico consiste en la prestación de avales a sus socios ante los intermediarios financieros prestamistas y ante los organismos que los exigen en operaciones técnicas.

Su éxito o su fracaso depende, por tanto, básicamente, de su capacidad para resolver mejor que cualquier otro tipo de entidad del sistema financiero los problemas que son específicos en la financiación de las PYME: obtención y seguimiento de la información relativa a las empresas prestatarias; oferta de garantías suficientes a los intermediarios financieros prestamistas; negociación ante las entidades prestamistas para conseguir mejores condiciones financieras; capacidad para distribuir eficientemente los apoyos financieros directos de la Administración a las PYME.

Los sistemas de caución mutua, como se denomina en Europa a estas entidades, tienen una gran tradición en países como Francia y Alemania, con modelos diferentes en cada uno de ellos.

En España, se les otorgó marco legal a raíz de los Pactos de la Moncloa, mediante Real Decreto 1885/1978, de 26 de julio, con notables deficiencias técnicas que han sido responsables, en parte, de su escaso desarrollo hasta ahora. Las cifras más significativas del sistema, a 31 de diciembre de 1994, son las siguientes: 19 sociedades, 916 socios protectores, 43.751 socios partícipes y 113.688 millones de pesetas de riesgo vivo, que representan tan sólo el 2 por 100 de las inversiones crediticias de las entidades de depósito.

La Ley 1/1993, de 11 de marzo, ha abierto el camino a un mayor desarrollo del sistema, corrigiendo las principales deficiencias técnicas a las que antes se aludía: 1) las SGR han pasado a ser entidades financieras, sujetas a los requisitos de solvencia comunes a todas ellas y a la supervisión del Banco de España; 2) se ha ampliado su primitivo objeto social (prestación de garantías) a la asistencia y asesoramiento financiero a sus socios y a la prestación de todo tipo de servicios financieros, con lo que, si bien podrán disponer de las economías de gama características de las entidades financieras, se situarán también en una situación de competencia frente a todas ellas que les alejará peligrosamente del carácter de entidades colaboradoras que han venido manteniendo hasta ahora; 3) sustituyendo al fondo de garantía, se ha introducido el concepto de fondo de provisiones técnicas, dotado con cargo a beneficios y con las aportaciones de los socios protectores, con la consideración inequívoca de recursos propios, y 4) se ha creado un sistema público de refinanzamiento, que permitirá aumentar la solvencia y garantía de estas entidades.

Por otra parte, la reciente apuesta del sector público por las sociedades de garantía recíproca (IMPI, 1994) se ha justificado alegando que permiten resolver en parte, y tal vez mejor que ningún otro instrumento, algunos de los problemas que plantea la financiación a las PYME, incluidos, claro está, el de las garantías y el de la posibilidad de homogeneizar préstamos con vistas a la titulación.

## VII. OTROS INSTRUMENTOS

De los restantes mercados, entidades e instrumentos financieros específicos para PYME enumerados en el apartado II, ninguno ha alcanzado aún suficiente desarrollo, ni tampoco parece que ello vaya a ocurrir en un futuro próximo.

El Ministerio de Industria y Energía (IMPI, 1994) ha propuesto la promoción del sistema de *créditos participativos*, unos préstamos cuyas principales características son: su carácter de fondos propios, al estar condicionada su devolución a la obtención de un determinado margen de beneficios, lo

que permite a la empresa acudir a cualquier otro tipo de endeudamiento sin comprometer su capacidad y garantías; su carácter subordinado, asimilable a las obligaciones subordinadas; su tipo de interés variable, normalmente vinculado a los beneficios obtenidos, lo que en cierto modo les asimila al capital riesgo, pero sin que el prestamista intervenga en la gestión de la empresa prestataria; y su carácter de largo plazo, generalmente no inferior a seis años, descartándose incluso en la práctica internacional la cancelación anticipada para evitar la utilización especulativa del instrumento. Aunque algunas de estas características, particularmente la de su rentabilidad indiciada y la de su desinversión automática, le confieren ventajas respecto a instrumentos parecidos, como los préstamos ordinarios y el capital riesgo, su desarrollo futuro se presenta lleno de dificultades, a no ser que se promulgue una legislación adecuada, actualmente inexistente.

Tampoco existe regulación legal específica del *factoring* ni de otros contratos de naturaleza similar, como el *confirming* o el *forfaiting*, que, aun presentando indudables ventajas para las PYME, apenas se han desarrollado hasta el momento.

Uno de los instrumentos financieros más utilizados por éstas en la actualidad, el *descuento comercial*, que debería tener un marco legal que otorgase una gran seguridad jurídica, tampoco cuenta con éste. La lentitud del procedimiento de ejecución, la benevolencia social respecto a la figura social del moroso, el elevado coste de los impagados, e incluso la no obligatoriedad para la Administración de emitir certificaciones o pagarés al recibo de la mercancía para poder proceder al descuento, hacen que este instrumento sea, paradójicamente, uno de los más onerosos de los utilizados por las PYME.

Finalmente, el *leasing*, una operación a medio y largo plazo por la que bancos y compañías de *leasing* financian la adquisición de bienes de activo fijo por el sistema de arrendamiento financiero, ha disfrutado hasta ahora de un conjunto de ventajas fiscales, principalmente la de aportar a la empresa el mismo efecto financiero que el de una amortización acelerada, que han hecho de él un instrumento

muy utilizado, aunque a niveles absolutos escasamente significativos.

## VIII. CONCLUSIONES

Las PYME presentan claras desventajas de financiación, tanto en la captación de recursos propios como en la de recursos ajenos. En este último caso, las dificultades son mayores en el largo que en el corto plazo.

Dado que estas desventajas son de carácter estructural, las PYME deberían asumirlas como parte de su escenario empresarial y diseñar, en consecuencia, una estrategia financiera que tratara de hacer frente a la «asimetría de información», principal fuente de tales desventajas, y que tomara en consideración que la financiación bancaria a corto plazo constituye su principal fuente natural de financiación ajena.

Junto a esta posible estrategia, las políticas públicas y el propio mercado han ido diseñando un amplio conjunto de entidades, instrumentos y mercados financieros con los que se ha intentado neutralizar o disminuir tales desventajas.

Las políticas públicas de regulación o de intervención directa, aparte de sus efectos negativos sobre la asignación de recursos, están mostrando cada vez más su ineficacia para ir a la raíz problemática de la financiación de las PYME. Más de 2.000 instrumentos de apoyo financiero directo inventariados recientemente por el Ministerio de Economía y Hacienda no han sido suficientes para mejorar la estructura financiera de las PYME españolas y, en cambio, han introducido un factor adicional de ineficiencia y de desinformación en sus decisiones empresariales.

Tampoco las soluciones de mercado, algunas de las cuales han contado adicionalmente con el apoyo público, han logrado una amplia aceptación por parte de las PYME. A más de diez años de su creación, ni el segundo mercado de valores, ni las SCR, ni las SGR, ni los fondos de titulación crediticia, que podrían haber sido los instrumentos más poderosos, han llegado a ser utilizados ni siquiera por el 10 por 100 del censo total de PYME.

Sin embargo, hay que seguir confiando en ellos y en los demás a los que se ha hecho referencia en las páginas anteriores.

Crear un marco legal adecuado mediante las reformas necesarias, difundir entre los empresarios las ventajas de todos y cada uno de tales instrumentos y, sobre todo, hacer que ellos mismos conozcan los rasgos básicos de su estructura financiera para que puedan actuar en consecuencia son las únicas recomendaciones posibles para mejorar el actual marco estratégico de financiación de las PYME.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCALÁ OLID, F. (1995), *El capital riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*. Civitas, Madrid.
- ALMOGUERA GÓMEZ, A. (1995), *La titulización crediticia (Un estudio interdisciplinar)*, Civitas, Madrid.
- ARANDA, F.; MARTÍNEZ, R., y CORONA, J. F. (1989), *El segundo mercado. Una fuente de financiación para la PYME*, Ediciones Gestión 2000, Madrid.
- BANCO DE ESPAÑA (varios años), *Central de Balances*, monografía anual.
- CARRASCOSA MORALES, A. (1993), «Aspectos económicos y regulación de las entidades de capital riesgo en España», *Información Comercial Española*, abril, número 716, págs. 77-87.

CASILDA BEJAR, R. (1992a), «El financiamiento de la Pyme», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, número 2336, págs. 2608-2619.

– (1992b), «Instituciones no bancarias y financiación a las Pyme», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, número 2343, págs. 3271-3278.

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (1993), *Sobre los problemas financieros de las pequeñas y medianas empresas*, COM (93) 528 final.

– (1994a), *Programa integrado en favor de las PYME y del Artesanado*, COM (94) 207 final.

– (1994b), *Mesa redonda de altas personalidades del sector bancario*, COM (1994) 435 final.

CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA (CESGAR) (1995), «Datos generales del sector de sociedades de garantía recíproca, a 31 de diciembre de 1994» (mimeo).

EUROSTAT (1992), *Enterprise in the Community*.

GÓMEZ JIMÉNEZ, E. (1994), *El sistema de sociedades de garantía recíproca en Andalucía*. Universidad de Granada, Servicio de Publicaciones, Granada.

HUGHES, A. (1992), «The problems of finance for smaller businesses», Small Business Research Centre, *Working Paper*, n.º 15, Cambridge University, Cambridge.

IMPI, MINISTERIO DE INDUSTRIA Y ENERGÍA (1994), *Iniciativa PYME de desarrollo industrial 1994-99*.

INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES (1994a), *Las cuentas de las sociedades en las fuentes tributarias*. Madrid.

– (1994b), *Las empresas españolas en las fuentes tributarias*, Madrid.

IVÁÑEZ MARTÍNEZ, J. M. (1991), *El sistema español de sociedades de garantía recíproca*, Ministerio de Industria y Energía, IMPI, Madrid.

KPMG/EVCA (1994), «Venture capital in Europe», *EVCA Yearbook*, Peat Marwick McLintock, London.

MARTÍ PELLÓN, J. (1994), *El capital riesgo en España. Actividad desarrollada en 1993 y perspectivas para 1994*, IMPI y ASCRI, Madrid.

MARTÍN RODRÍGUEZ, M. (dir.) (1995), *Las sociedades de garantía recíproca y la financiación de las PYME*, actas del Seminario del mismo título, Universidad Internacional Menéndez Pelayo, Santander.

MARTÍNEZ CERREZO, M. (1992), «El segundo mercado», en SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (director), *Curso de Bolsa*, Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel, Madrid.

OCAÑA, C.; SALAS, V., y VALLES, J. (1994), «Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española, 1983-1989», Banco de España, Servicio de Estudios, *Documento de Trabajo* núm. 9401.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, *Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 20, monográfico sobre capital riesgo.

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, número 47, monográfico sobre Sociedades de Garantía Recíproca.

#### Resumen

Uno de los puntos en los que las PYME presentan mayores desventajas con respecto a las grandes empresas es en su financiación. Debido a la mayor asimetría de información en sus relaciones con las entidades bancarias, a su pequeña dimensión y a su corta vida, no sólo tienen que soportar unos mayores costes financieros sino que, al mismo tiempo, encuentran serias limitaciones para acceder a fórmulas alternativas de financiación propia o ajena.

Para hacer frente a estas desventajas, se han venido desarrollando en los últimos años un conjunto de políticas públicas y de fórmulas de mercado. En esta nota se pasa fundamentalmente revista a éstas últimas, con especial referencia al capital riesgo, segundo mercado bursátil, titulización de créditos a PYME, sociedades de garantía recíproca y algunos otros instrumentos que no han conseguido alcanzar demasiada importancia en España.

*Palabras clave:* financiación, asimetría de información, capital riesgo, segundo mercado, titulización de crédito.

#### Abstract

Financing is one of the areas in which small—and medium—sized firms suffer the greatest disadvantages with respect to large companies. Due to the greater asymmetry of information in their relations with banks, their small scale and short existence, they not only have to bear higher financial costs but, at the same time, are also seriously limited in their access to alternative formulas for in-company and external financing.

To cope with these disadvantages, a number of government policies and market formulas have been developed in recent years. This paper primarily reviews the latter, focusing on risk capital, the secondary stock market, the securitization of loans to small—and medium—sized firms, mutual guarantee companies, and several other instruments that have failed to gain an important presence in Spain.

*Key words:* financing, asymmetric information, risk capital, secondary market, loan securitization.

*JEL classification:* G10, G20, G32.