

Financiación de la actividad emprendedora: Problemas y apoyos financieros

“La economía de la información es el lugar donde los jóvenes teóricos brillantes están acudiendo actualmente. Sus modelos y conceptos han empezado ya a cambiar la forma en la que miramos a los mercados y a los precios de mercado, que, después de todo, se sitúan en el centro de nuestras preocupaciones como economistas. Es a partir de esta nueva corriente emergente de investigadores en economía y finanzas de donde predigo que se erigirá el candidato (al premio Nobel de economía) para el año 2006”. Miller, M.H. (1991). Traducción de Sonsoles Gallego (1994, pp. 369)

Capítulo Segundo

1. Financiación de empresas y empresarios: emprendimiento y Pymes de nueva creación.

Tras revisar los principales determinantes de la actividad emprendedora y su importancia como motor para el desarrollo económico, se plantea en este segundo capítulo uno de los principales problemas con los que ha de enfrentarse todo empresario tanto al constituir su empresa como en los momentos de crecimiento y expansión: la búsqueda de fuentes de financiación. Esta necesidad de recursos puede darse en los momentos anteriores (capital semilla) o posteriores al inicio de la actividad, siendo precisa una actuación ágil y eficiente en la consideración de todas las alternativas financieras que se presentan.

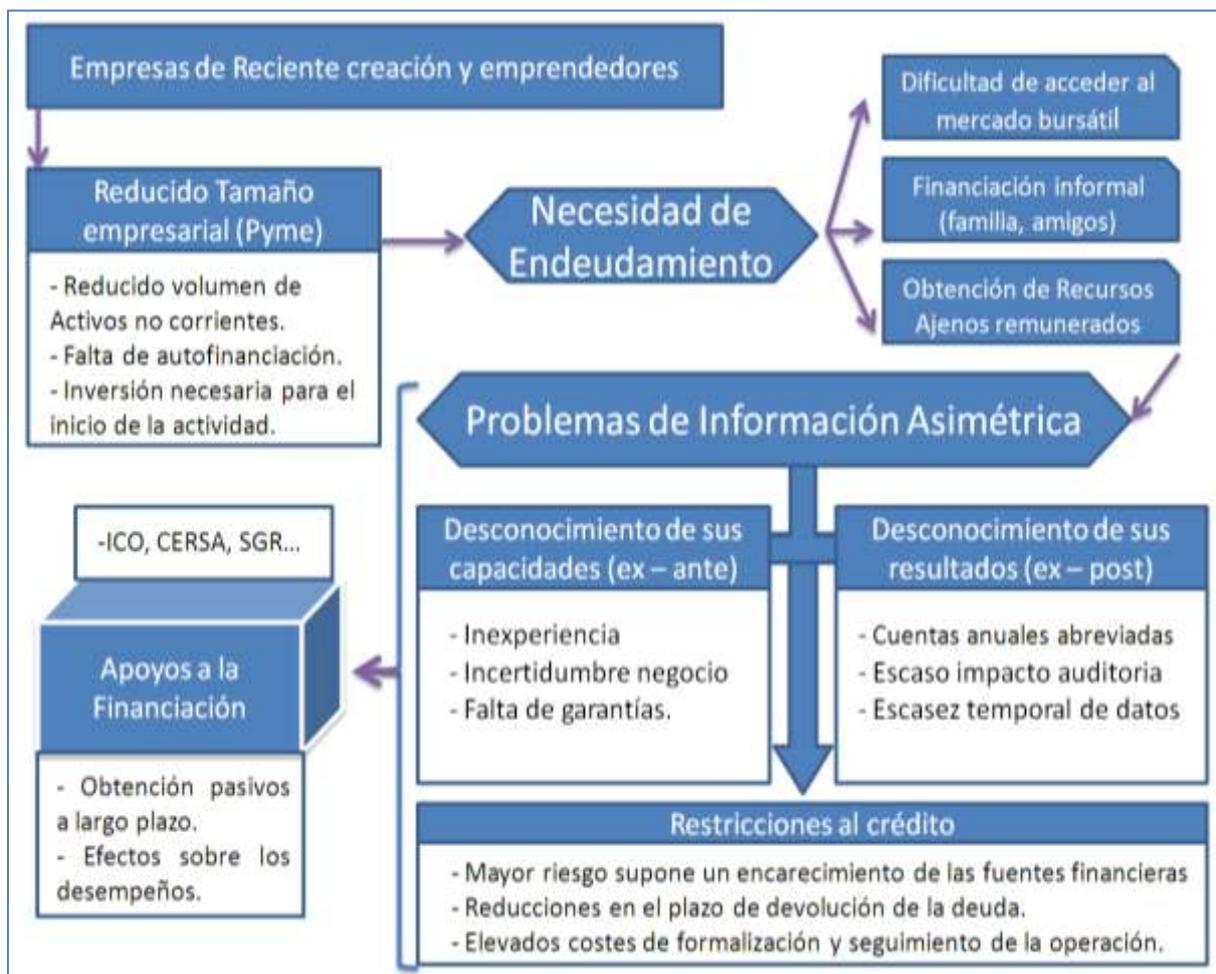
El conjunto de instrumentos financieros con los que cuentan las Pymes para poner en marcha sus actividades está derivando en la actualidad en productos más adaptados a las necesidades de fondos y costes de sus usuarios (De la Mata, 2005:68-69). No obstante, el empresario debe saber adaptar la necesidad que quiere cubrir con un producto específico, ya que según la alternativa de financiación variará su coste. Entre las necesidades potenciales a cubrir en el momento de la puesta en marcha del negocio destacan básicamente: la adquisición de bienes de equipos e intangibles (capital humano), la disposición de inmovilizados inmobiliarios o derechos de uso y elementos específicos para desarrollar actividades propias del negocio o de innovación. Para cubrir estas necesidades, tanto las entidades privadas como el sector público presentan una amplia oferta, tales como préstamos (con garantía personal o real no hipotecaria), las diferentes modalidades de leasing mobiliario y renting (en especial para equipos de información), así como los préstamos participativos y los establecidos con carácter autonómico, dentro de las ayudas públicas al desarrollo regional. Para la adquisición de inmovilizados inmobiliarios la financiación se busca en los préstamos hipotecarios y en el leasing inmobiliario. No obstante, alguna de estas operaciones necesita de requerimientos de avales. Sin embargo, a medida que la empresa se va consolidando las necesidades se orientan más hacia la resolución de situaciones transitorias de desequilibrios ante fases de expansión o de un mantenimiento estable, concretamente las necesidades son de tesorería, de obtención de garantías para acceder a mejoras ó la búsqueda de la internacionalización.

Como se ha hecho referencia, cada necesidad lleva aparejada un producto financiero específico. Así, para cubrir las necesidades de activos corrientes las entidades financieras y crediticias ponen a disposición de las Pymes las pólizas de crédito para la cobertura de sus operaciones comerciales más habituales, los contratos de confirming o factoring y el anticipo de créditos comerciales como alternativa al tradicional descuento bancario. El anticipo de créditos es cada vez más demandado (García Tabuenca et al.,2003:327-329; Klapper,2006:592) para operaciones comerciales al no tener que estar el crédito documentado en efectos comerciales. Esta alternativa es especialmente útil para las empresas del sector comercio o servicios, con amplias carteras de clientes, con una reducción en el coste de la financiación al no cederse la transmisión del crédito al banco. Sin embargo,

generalmente el problema de la financiación de las Pymes y empresas de nueva creación no se encuentra en su operativa corriente, sino en la financiación de su estructura no corriente, en especial, a medio y largo plazo, para lo que se debe elegir una estrategia financiera que permita el desarrollo y supervivencia de la empresa.

El esquema 2.1 refleja de manera orientativa la secuencia de contenidos del presente capítulo. Así, la necesidad de inversiones iniciales de emprendedores y empresas de nueva creación exige la búsqueda de fuentes de financiación, dado que el volumen de recursos propios y autogenerados no suele ser suficiente para acometer estas inversiones, por lo que es necesario solicitar financiación ajena. Sin embargo, las dificultades para acceder de forma directa a estos recursos o, en caso de poder acceder, el elevado coste financiero que exige el prestamista por el desconocimiento de la viabilidad del proyecto empresarial, obliga a buscar apoyos a la financiación que permitan superar las barreras y las dificultades procedentes del menor tamaño empresarial, la falta de garantías necesarias, y los problemas de información asimétrica. Concretamente, en el presente capítulo, se analizan los instrumentos financieros concedidos por las instituciones públicas, como alternativas a las subvenciones a fondo perdido.

Esquema 2.1. **Mapa conceptual: dificultades y soluciones financieras de nuevas empresas.**



Fuente: Elaboración propia.

2. Elección recursos propios-recursos ajenos.

La obtención de recursos financieros se plantea como una dicotomía entre recursos propios y fondos ajenos, que a su vez exige una preferencia por ciertos instrumentos en los que materializarse (Veciana;2005:179-201). Estas decisiones suelen ser acordadas por los responsables de la dirección financiera en las grandes y medianas empresas, pero cuando esto se plantea en las empresas de menor dimensión o autónomos, la decisión viene en gran medida condicionada por la aversión al riesgo del propio empresario y su escasa capacidad de negociación frente a los intermediarios bancarios (Terpstra y Olson; 1993:11).

Las dificultades financieras de las Pymes son superiores cuando estas se encuentran en su fase inicial o post-constitución (Fraser,2005:59-63) o si requieren de activos intangibles. La forma de financiación se ve limitada interna y externamente. Internamente la capitalización de la empresa se ve reducida a la aportaciones que realiza el propio empresario, sus socios u otro tipo de financiación informal, como familiares, amigos o “*tontos*” (coloquialmente conocido como las 3 “*f*” de la financiación propia: *family, friends & fools*) (Mullins, 2003;4) o los denominados “*bussines angels*” (Hall y Woodward, 2007:4-5); así como a la acumulación de fondos procedentes de la autofinanciación, ya sea por mantenimiento (amortizaciones) o por enriquecimiento (incremento de las reservas). En la actualidad, en España se está desarrollando los mecanismos necesarios para que las Pymes puedan aprovechar los recursos del mercado de capitales en el denominado “*mercado alternativo bursátil*” (Crespo *el alt.*;2007:22-23). Hasta ahora esta vía resultaba inaccesible por las elevadas exigencias de información y restricciones tanto monetarias como legales, aunque el funcionamiento de las experiencias europeas manifiesta la gran potencialidad que puede llegar a ofrecer este mercado, tal como se deduce de los mercados operativos en Francia (*Alternext*) y Reino Unido (*AIM*).

Las limitaciones anteriores empujan a los responsables de las nuevas iniciativas empresariales a buscar financiación ajena. Sin embargo, el tamaño empresarial, la falta de experiencia empresarial, la escasez de capacidad negociadora y los problemas de información asimétrica son las principales restricciones con las que se encuentran los emprendedores y las empresas de reducida dimensión para acceder a la financiación a largo plazo en condiciones adecuadas. Estas barreras que condicionan a las Pyme españolas han ido reduciéndose en las últimas décadas. A ello han colaborado los efectos de la globalización de la economía española y de los avances tecnológicos, en lo concerniente a disposición de recursos económicos y productivos cualificados, así como la facilidad de acceso a una gran demanda potencial internacional, ya sea de forma virtual (Cuesta, 2004:193-223) o través de colaborar con otras Pyme de otros países (Acs y Preston.,1997:1-2) de manera análoga a las grandes empresas. Sin embargo, el acceso a recursos financieros sigue siendo uno de los aspectos a los que más atención se concede para tratar de superar las desigualdades de

acceso y coste de las Pyme desde las políticas económicas nacionales y comunitarias (Stiglitz y Weiss, 1981:408-409; Holzt-Eakin, Joulfaian y Rosen, 1994:346; Cressy, 1996:1256; Van Praag, 2002:2-9).

3. La restricción al crédito bancario y otras fuentes de financiación ajena.

La investigación académica ha analizado ampliamente las dificultades financieras de las empresas desde las diferentes ópticas del mercado. Si se demanda financiación, los problemas se han justificado por los condicionantes de las inversiones a desarrollar (Fazzari y Peterson:1993), la dimensión empresarial y del ciclo de vida de la empresa, mientras que si se oferta financiación las argumentaciones provienen mayoritariamente de la denominada economía de la información, concretamente por la existencia de “*información asimétrica*”. No obstante, ambas dimensiones están fuertemente vinculadas. Para analizarlas, se expone a continuación las principales teorías explicativas de la restricción al crédito, en especial bancario, de Pymes y nuevas empresas (teoría sobre la irrelevancia de la estructura del capital, la teoría del óptimo financiero, la teoría de la jerarquía de las fuentes financiera y la teoría de la agencia) incidiendo en los factores que condicionan la existencia de las asimetrías informativas, tales como el tamaño empresarial, los problemas de selección adversa o la falta de garantías. Todas estas restricciones justifican la aparición de los apoyos financieros públicos.

3.1 La dimensión empresarial y el ciclo de vida empresarial.

La literatura y la investigación financiera han centrado tradicionalmente su preocupación en las grandes compañías, lo que ha provocado un menor conocimiento de los problemas financieras de las pequeñas y jóvenes empresas (Zingales, 2000:1629). Sin embargo, la idiosincrasia propia de las Pymes evidencia que la forma en la que se financian difiere de las grandes compañías (Jovanovic, 1982:649; Barclay *et al*, 1995:612; Melle, 2001:140-144). Las grandes empresas, dado su mejor aprovechamiento de las economías de escala, su reputación, la mayor amplitud y verificación de sus cuentas anuales y, en especial, el mayor grado de conocimiento que el mercado tiene sobre ellas, posibilita que puedan entrar en el mercado recurriendo a la emisión de empréstitos o acciones, así como por su mayor capacidad de asumir los costes fijos derivados de este tipo de emisiones (Jiménez *et al*, 2006:11). Para las Pymes, esta financiación resulta más inaccesible, por lo que deben buscar otras fuentes de financiación, concretamente a corto plazo, si quieren garantizar su crecimiento (Beck *et al*, 2004:2-6)

A su vez, estas diferencias se producen a lo largo del ciclo de vida de la propia compañía. Berger y Udell (1998:620-637) determinaron que existe una estructura de financiación óptima para el mejor aprovechamiento de los recursos, según la edad de la empresa, el tamaño empresarial alcanzado, el sector de actividad y la calidad de la información que la empresa sea capaz de transmitir a su entorno. Estos autores establecen una cronología de las fuentes de financiación de la empresa

considerando el ciclo de vida empresarial en base a tres variables evolutivas: el tamaño empresarial, la edad de la empresa y el grado de información disponible. En los primeros años de vida de la empresa, ésta carece tanto de dimensión empresarial, garantías y de información, por lo que para satisfacer sus necesidades de financiación sólo cuenta con las aportaciones iniciales del promotor, el crédito que genere en su operativa comercial con la negociación de periodos de cobro y pago a los clientes y proveedores, y en caso de empresas de base tecnológica suele aparecer la figura del capital riesgo. Sin embargo, el potencial crecimiento de las pequeñas empresas queda condicionado por las restricciones que encuentran para acceder al crédito bancario a largo plazo, lo que les empuja a utilizar mayoritariamente préstamos con entidades financieras a corto, así como buscar los apoyos de instituciones públicas. Sólo cuando la empresa empieza a generar un historial informativo sobre su capacidad de generar ingresos y de devolución de obligaciones que le avale frente al mercado es cuando la empresa puede plantearse recurrir directamente a recursos bancarios a largo y medio plazo, al descuento comercial, y en su caso a la emisión de pagarés u obligaciones. Por tanto, las decisiones de financiación de la empresa evolucionan a lo largo del tiempo condicionando sus estrategias de crecimiento.

No obstante, las dificultades de acceso al crédito de las Pymes nacientes y consolidadas son mayores en situaciones de recesión económica (Torrero,2008:13). En momentos de desequilibrio económico-financiero es cuando se debe dar mayor respaldo a la Pymes, en especial por su impacto social en la generación y mantenimiento del empleo. En la Unión Europea las Pymes suponen más del 99% del tejido empresarial, generando más del 75% empleo en sectores como la construcción o la industria textil (Maroto,2004:164-165; Observatorio Pyme Europeo,2006). La Pyme actúa como la gran generadora del mismo. La experiencia de la crisis de los años setenta puso de manifiesto que las grandes empresas se vieron incapaces de adaptarse al inestable entorno creado, a diferencia de las Pymes que por sus menores estructuras y burocracias pudieron desenvolverse en el nuevo entorno con mayor flexibilidad y rapidez (Giner et al, 1999:133).

3.2 El problema de la información asimétrica.

Al clasificar las principales aportaciones teóricas sobre los problemas financieros de las empresas existe un consenso académico al agruparlos en cuatro grandes bloques (Harris y Raviv, 1991: 300-315; Rajan y Zingales,1998:387-392; Myers,2001:81-100; 2003:215-250;Hart, 2001:2-12; Jiménez et al, 2006:9-12):

1. La teoría de *Modigliani-Miller* sobre la irrelevancia de estructura de capital.
2. La teoría del óptimo financiero (*Trade-off Theory*) que determina un punto de equilibrio entre los fondos ajenos y propios que minimice el coste financiero.
3. La teoría del orden de preferencia o de la jerarquía de fuentes financieras (*Pecking-order Theory*) ante situaciones de información asimétrica.
4. La teoría de la agencia o de costes de agencia (*Agency Theory*).

Estas teorías analizan la estructura de capital de la empresa mediante hipótesis basadas en el funcionamiento de los mercados y, en especial, las asimetrías de la información que se producen entre los agentes que interactúan en él. Dentro del estudio de la información asimétrica son destacables las investigaciones llevadas a cabo por Akerlof, Spence y Stiglitz¹, que se dedicaron, por separado, en la década de los 70 al estudio de este problema. Sus planteamientos son coincidentes al investigar el efecto de las asimetrías informativas en las decisiones de los agentes económicos. El contenido de sus investigaciones explica cómo los mercados (no sólo los financieros) se pueden distorsionar si algún agente posee más información que otro. La conclusión que alcanzaron establece que si un mercado es eficiente informacionalmente, esto es, si los precios de un bien reflejan toda la información disponible, ningún agente estaría interesado en adquirir la información en la que se basan los precios. No obstante, si nadie pagase por conocer las condiciones del mercado, este dejaría de ser eficiente. Esta es la conocida paradoja de Grossman-Stiglitz (1980:398-404).

En este sentido, Akerlof (1970:488-500) puso de manifiesto esta asimetría en el mercado de vehículos de segunda mano, concluyendo que independientemente de la calidad del automóvil, este se valoraría como si fuera de calidad media por el comprador porque, pese a la honestidad del vendedor, se desconoce la veracidad de la información. Adicionalmente sugiere la existencia de intermediarios que ayuden a equilibrar la asimétrica informacional. En el mercado de crédito bancario, esta situación se produce entre el agente financiero y las empresas nacientes, lo que implícitamente podría sugerir una intervención para restaurar la equidad, mediante la creación de sistemas de apoyo financiero a las empresas que lo requieran, puesto que las asimetrías obstaculizan la competencia de las empresas en igualdad de condiciones por razón de su dimensión y edad (Brewer *et al.* 1996:5-6; Gómez, 1998:141). Concretamente, estas externalidades reducen la competitividad de estas empresas al suponer una limitación al crédito y un encarecimiento del coste de sus recursos. Sin embargo, no sólo es el riesgo de insolvencia el que limita el acceso al crédito. El propio prestamista tiene en cuenta otros aspectos que frenan la financiación, tales como la falta de conocimiento del sector a financiar, la configuración de su conjunto de actividades, la valoración de los beneficios y costes de la operación financiera, así como el problema de la adicionalidad (Urzay, 2001:297; Vogel y Adams, 1997:22-29).

Este último problema es considerado especialmente por las administraciones públicas al diseñar sus programas públicos de apoyo. Con la adicionalidad se mide los efectos que se consiguen con un determinado programa o política pública en comparación con lo que hubiera ocurrido en caso de ausencia de tal apoyo público. Bañon (2003:153) matiza, para las políticas públicas regionales, que la medición ha de realizarse sobre los efectos o *output* como sobre los recursos o *inputs*. La

¹ Las investigaciones de estos autores fueron galardonados en el año 2001 con el Premio Nobel de Economía.

primera de ellas analiza como los efectos de la decisión tomada se alcanza en mayor escala en un sector o en un área geográfica, mientras que la segunda analiza cuantos ayudas se han concedido a sujetos que las hubieran obtenido en caso de no disponerse de esta ayuda y que hubieran contado con otras fuentes financieras. Gregory y Martin (1988:242) distinguen tres tipos de adicionalidad según el grado de efectividad de las ayudas públicas: no-adicionalidad (cuando el proyecto empresarial se hubiera realizado con independencia de la obtención de la ayuda), adicionalidad parcial (una parte se hubiera realizado con independencia de la ayuda) y adicionalidad total (cuando el proyecto no se hubiera podido realizar sin contar con los fondos del apoyo público). No obstante, no debe confundirse la adicionalidad con el problema de sustitución de fuentes de financiación, esto es, la que se produce cuando las empresas que si pueden obtener financiación directamente sustituyen esa financiación por los fondos públicos recibidos.

Una vez puesto de manifiesto la existencia de imperfecciones en el funcionamiento de los mercados financieros, se presenta de forma cronológica las principales teorías explicativas de la composición de la estructura financiera de las empresas. En primer lugar destaca la teoría de Modigliani-Miller (1958:261-297) que establece la importancia del coste de capital en la toma de las decisiones de inversión de la empresa. Su aportación más importante es la desarrollada en su primera proposición relacionada con la planificación financiera de la empresa, según la cual, en presencia de mercados financieros perfectos informacionalmente la estructura financiera de la empresa resulta irrelevante para explicar su generación de flujos de cajas esperados, siendo realmente determinante la política de inversiones la que afecta a la valoración de la empresa. De esta forma, los gestores de una compañía no podrán aumentar su valor alterando la proporción de fondos propios y fondos ajenos. En una segunda proposición también señalan que el valor de una empresa es independiente de la política de dividendos seguida, ya que los efectos que produciría una variación del valor de los dividendos en el nivel de ingresos de sus accionistas se compensarían inversamente con el valor de los títulos.

Sin embargo, el complejo funcionamiento de los modernos mercados financieros ha puesto de manifiesto la ausencia de mercados perfectos (Titman, 2002:103), y revela lo que se ha denominado como “fallos de mercado”(Greenwald y Stiglitz,1986:229-230). Por tanto, las políticas de inversión y financiación deben de ser consideradas conjuntamente, ya que factores tales como las deducciones fiscales, los costes de quiebra (*Bankruptcy costs*) o la discrecionalidad de los gestores con el uso de los recursos inciden en la valoración de la empresa por parte del mercado (Myers, 1976:2-12; Fama y French, 1997:820-823). No obstante, dada las restricciones que introdujeron en sus proposiciones, Modigliani y Miller en 1963 y Miller en 1977 ajustaron sus proposiciones a la realidad al considerar las asimetrías existentes en el impuesto sobre sociedades de la deducibilidad de la remuneración a los fondos ajenos (intereses) respecto de los fondos propios (dividendos), así como la consideración de la mayor aversión de los directivos al riesgo

frente a los accionistas en casos de suspensión de pagos o quiebra. Para salvaguardar sus intereses y su reputación prefieren la autofinanciación frente a la financiación ajena, subyaciendo un conflicto de intereses entre los diferentes grupos de interés de la empresa.

Posteriormente, en la década de los setenta, se desarrolló la teoría del óptimo financiero o *Trade off-Theory* que establece la existencia de una combinación óptima de recursos propios y ajenos que minimicen los costes de los recursos financieros de una empresa. Este punto óptimo viene dado por la relación entre el beneficio y el coste marginal asociado a una unidad monetaria de deuda, concepto similar al signo del apalancamiento financiero, al considerar beneficioso el uso de recursos ajenos siempre que proporcione unos beneficios superiores al coste financiero. Por tanto, al configurar la estructura financiera de equilibrio se ha de considerar el efecto de la carga impositiva, de tal forma que el pago de intereses procedentes de la financiación ajena o de operaciones de arrendamiento financiero tiene la consideración de gasto fiscalmente deducible en el impuesto de beneficios (Myers, 1977:149), a diferencia de los fondos propios.

Otro de los factores determinantes del equilibrio financiero es el posible coste de insolvencias. Existe un punto en la relación fondos ajenos respecto fondos propios a partir del cual la probabilidad de insolvencia aumenta (Brealey et al, 2007:416-435). Este óptimo en el uso de deuda ajena se logra siempre que tal nivel de deuda compense el ahorro fiscal de los intereses con el coste de insolvencia financiera. En el caso del incremento del riesgo de insolvencia de la empresa, los directivos buscarán acometer proyectos de mayor riesgo para lograr flujos de efectivos, en contradicción con los objetivos de los accionistas, que no estarán dispuestos a financiar nuevas inversiones. Por otra parte, el tamaño empresarial se relaciona directamente con los costes de insolvencia, por lo que a menor dimensión este problema se agudiza por la escasa capacidad de diversificación de las inversiones (Warner, 1977:340).

Por otra parte, la teoría del orden de preferencia en la elección de las fuentes financieras por las empresas (Myers, 1984: 581-590; Myers y Majluf, 1984:46-47) explica la predilección de los empresarios por unos recursos financieros en un contexto de información asimétrica, en donde los empresarios tienen más información que los inversores o prestamistas, lo que produce restricciones en el acceso a financiación ajena. Esta situación obliga a la empresa a seguir un orden en la consecución de su financiación. Las conclusiones que alcanzan son: la preferencia por la financiación interna sobre la externa, pero en caso de tener que solicitar fuentes ajenas son elegidas la financiación espontánea a corto plazo frente los recursos a largo plazo, como la emisión de instrumentos de deuda. Esta teoría se encuentra muy condicionada por el tamaño empresarial, así como con la edad y la información, dado que las empresas evolucionan a lo largo de un ciclo de crecimiento financiero (Berger y Udell, 1998:620-637).

Finalmente, con el desarrollo de la economía de la información destaca la teoría de la agencia, que considera los problemas de la selección adversa, el riesgo moral y la teoría de señales. Sus planteamientos suponen una modificación de las teorías existentes sobre la estructura financiera de la empresa al considerar el hecho de la existencia de niveles de información distintos entre los diversos agentes vinculados a la empresa. Así, en las empresas de reciente creación es frecuente que los acreedores financieros a los que acuden solicitándoles financiación pongan restricciones a conceder fondos por la escasa información completa que pueden llegar a tener de la verdadera situación de su proyecto, así como de su realidad económica-financiera presente y futura y de la capacidad del potencial prestatario de generar ingresos.

Esta teoría presenta efectos diferentes en las empresas en función de su dimensión empresarial y por la composición de la estructura de propiedad (Miguel y Pindado, 2004:1201). En las grandes empresas los problemas de agencia se derivan de la desigualdad de objetivos perseguidos por los accionistas y los directivos que controlan y dirigen los recursos de la empresa. Así mismo, existe un conflicto de intereses entre propietarios y los *stakeholder*, especialmente con los prestamistas de recursos ajenos. Por ejemplo, los propietarios de la empresa desean que esta maximice su valor en el mercado para obtener el mayor rendimiento posible a la inversión efectuada, mientras que los acreedores desean recuperar con las máximas garantías posibles el capital prestado, así como su remuneración. Por su parte, los directivos y gestores empresariales tienen otros objetivos ligados a sus preferencias personales, tales como el crecimiento de la empresa para así incrementar su poder y su reputación. Estas discrepancias son mayores en empresas cotizadas, donde los accionistas, por su capacidad para minimizar su nivel de riesgo diversificando su cartera de inversiones, exhiben una mayor aversión al riesgo y reclaman estrategias agresivas, circunstancia que los gestores no conciben de la misma manera ya que del crecimiento y de la supervivencia de la empresa depende sus puestos de trabajo. Para conciliar ambas posturas se han desarrollado sistemas de remuneración que integren a los directivos en el reparto del propio beneficio generado por una correcta gestión de la empresa, como las opciones sobre acciones, considerándose esta participación por parte del mercado como una señal positiva. No obstante, los recientes escándalos financieros y empresariales han puesto de manifiesto errores en estos sistemas de incentivos. Entre las soluciones que las autoridades han desarrollado para paliar comportamientos inadecuados o abusivos por parte de directivos y consejeros de grandes empresas destacan los sistemas de autorregulación, códigos de conducta y la elevación de la responsabilidad personal en las actividades financieras, o la denominada responsabilidad de los gobiernos corporativos (Goldberg, 2002:5-8; Gonzalo, 2003:18-19). Sin embargo, son necesarios incentivos de mercado para que las empresas incorporen eficazmente los preceptos que se deducen de estos códigos (Valor y de la Cuesta, 2005:178-182).

En las Pymes y empresas familiares los problemas de agencia no se producen por la ausencia de diferencias entre control y propiedad, al ser llevadas ambas funciones por el propio empresario. Por

tanto, en estas entidades los costes de agencia se producen por las discrepancias existentes con el resto de *stakeholder* que se relacionan con la empresa (Jensen y Meckling, 1976:308-312,316,331-337). El empresario puede optar por sus motivaciones personales al acometer decisiones arriesgadas o seguir estrategias que provoquen desconfianza entre los empleados, los clientes y suministradores. En este sentido, el uso de financiación ajena a corto plazo puede reducir la existencia de los conflictos de agencia (García y Martínez, 2004:3).

Por todo lo anterior, las distintas aportaciones teóricas descritas ponen de manifiesto como ante situaciones de incertidumbre e información asimétrica, los emprendedores deben tener presente al diseñar su plan de negocios las complejas relaciones de las decisiones de inversión y financiación, de forma que transmitan la mayor, y la más transparente posible, información sobre su negocio, sus necesidades de fondos, su capacidad de compromiso con las obligaciones y las expectativas de crecimiento. De esta forma, la información funcionará como un mecanismo que permita evitar las restricciones al crédito y transferir una señal de calidad a la totalidad de agentes que se encuentran involucrados en el funcionamiento de la empresa, en especial, intermediarios financieros y potenciales socios.

3.3 Factores condicionantes de las asimetrías informativas en el mercado financiero.

En el mercado de acceso al crédito, los intermediarios financieros, al financiar proyectos de inversión, no cuentan con una información total y perfecta de las características del empresario y su proyecto empresarial (Hubbard, 1998:194-198). Esta carencia incrementa el riesgo de la operación y supone una racionalización del crédito, por lo que otorga un papel decisivo al agente bancario por su experiencia acumulada al tratar con estos empresarios. Esto explica que los bancos quieran realizar operaciones con empresas que se encuentran más consolidadas frente a los nuevos proyectos empresariales. Aún así, en caso de acometer la operación, las entidades crediticias exigen un tipo de interés más elevado, así como garantías adicionales que limiten el posible riesgo de impago. No obstante, este tipo de actuaciones pueden provocar mayores riesgos por los efectos de la selección adversa (Hellmann y Stiglitz, 2000:281-285).

La falta de información es aún más significativa en el caso de las Pymes cuando se encuentran en sus momentos constitutivos. Resulta necesario que el empresario exhiba señales al mercado sobre la credibilidad de su proyecto. Para Leland y Pyle (1977:371-372) el porcentaje de participación en el capital del propio empresario puede considerarse como un indicador positivo, al comprometer no sólo sus recursos propios presentes, sino también, en buena medida, su fuente de ingresos futura. En las empresas nacientes se incrementa la opacidad de la información, ya que ni siquiera el propio empresario es capaz de discernir en términos de absoluta certeza si su proyecto tendrá éxito o no (Storey,1994:242-254). Sin embargo, el dinamismo, la dedicación continuada y persistente del emprendedor, su búsqueda de fondos necesarios para poner en marcha su visión empresarial y su capacidad de relación, le obliga a tener que negociar con diferentes instituciones financieras y otros

agentes, lo que puede provocar un efecto intensificador de la competencia bancaria, en busca de un segmento de mercado potencialmente rentable.

En los mercados financieros las asimetrías financieras pueden adoptar diferentes modalidades, aunque cabe destacar las siguientes: el riesgo ético o moral, los costes de seguimiento o monitorización y la selección adversa (Bedczuk,2000:15-97). Seguidamente, se expone brevemente las notas características de cada uno de ellos.

El riesgo ético o moral indica la capacidad de aplicar los fondos recibidos a un uso distinto al acordado. La forma en la que es posible conocer el grado de aplicación de los recursos en el mercado es mediante el establecimiento de controles parciales que permitan recabar información sobre el correcto aprovechamiento y destino de los fondos recibidos. No obstante, como más adelante se expondrá, en el capítulo quinto destinado a analizar la valoración de los empresarios beneficiarios de ayudas públicas, se evidencia que estas medidas de control son valoradas negativamente por los prestatarios al considerarlas como una de los principales inconvenientes de las ayudas públicas. Empíricamente, esta dimensión ha sido estudiada en las grandes empresas cotizadas, concretamente en las diversas actuaciones de sus directivos contrarias a los objetivos de los inversores y accionistas (Soto, 2000:320-323), y a la propia sociedad, como se ha puesto de manifiesto en los escándalos financieros de las grandes compañías. Así, recientemente destaca el caso de la aseguradora norteamericana AIG, que ante la delicada situación financiera de la compañía (con pérdidas superiores a los 13.000 millones de dólares por el deterioro de las hipotecas y de los productos estructurados) fue rescatada por las autoridades públicas, junto a otros intermediarios financieros y aseguradoras. Sin embargo, los responsables de esta compañía no dedicaron el rescate a restablecer el equilibrio financiero de la compañía, sino que destinaron sus fondos a pagar unas vacaciones y las bonificaciones variables de los altos ejecutivos, los cuales llegaron a cobrar un salario de más de un millón de dólares (Zurita y Rodriguez, 2008:341-345).

Por su parte, los costes de seguimiento son un tipo de coste que se vincula a ocultar informaciones adversas (Williansosn, 1987:135; G. Lara y Mora; 2003:242-245). La información que se transmite mediante los estados financieros puede llegar viciada por la flexibilidad con la que cuentan las empresas para confeccionar sus partidas contables, en especial aquellas partidas que influyen sobre los resultados extraordinarios, o el uso de las periodificaciones contables. En el caso de las Pymes de reciente creación los problemas se ubican en la escasez temporal de información de sus cuentas anuales, así como la falta de calidad de las mismas, principalmente en caso de que no hayan sido objeto de auditorías.

Finalmente, la forma de información asimétrica que más afecta a las Pymes y nuevas empresas es la selección adversa. Esta se produce cuando un agente es incapaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo en el momento de asignar su capital (Grossman, 1979:336). A igualdad

de valor esperado de la rentabilidad de las inversiones, un inversor preferirá las más seguras y líquidas (Tapia, 1999:211-213). Ante esta situación, los emprendedores de proyectos con riesgo encuentran conveniente ocultar la verdadera naturaleza del proyecto, explotando la desinformación relativa del inversor o *outsider*. Esta selección adversa se origina siempre que se ofrecen productos (financieros o comerciales) de diferente calidad a un único precio, porque los intermediarios no están lo bastante informados como para establecer la verdadera calidad del prestatario en el momento del intercambio financiero.

Stiglitz y Weiss (1981:393-395) analizaron el problema de la selección adversa en mercados con información asimétrica. Las conclusiones que alcanzaron son que los incrementos del tipo de interés como forma de cubrir los riesgos suponen una reducción de los beneficios empresariales, lo que implica que las empresas busquen inversiones más arriesgadas o que descarten este tipo de financiación, produciéndose un empeoramiento de la calidad crediticia de los clientes de la entidad financiera. Para evitar la disminución de la rentabilidad del prestamista la solución pasa por limitar el acceso al crédito. No obstante, sus conclusiones han sido discutidas posteriormente por la limitación de los supuestos considerados (Stiglitz y Weiss, 1987:228-230). Así, Riley (1987:225) se acerca más a la realidad operativa de las entidades crediticias al considerar que estas cuentan con medios y actividades de seguimiento que les permite identificar el riesgo de sus prestatarios, adaptando el contrato de préstamo a las características identificadas. Por su parte, Arnold (2005:1,5-8) argumenta que aún discriminando por el tipo de interés existen prestatarios en el mercado que nunca podrán acceder a la financiación, aún bajo la asunción de mercados perfectos, si cuentan con tasas de rentabilidad por debajo de lo esperado por el prestamista.

Otra alternativa con la que cuentan las entidades de crédito es solicitar o incrementar el nivel de garantías exigidas a los prestatarios (Berger, et al, 2001:10-13). Las garantías, avales o hipotecas son considerados como señales de calidad del prestatario, aunque sean prestadas por terceras partes (Capra et al, 2001:3-5; Chen, 2006:3). A mayor disposición del empresario para ofrecer garantías adicionales, menor es el riesgo de insolvencia, esto es, cuando un empresario es capaz de asumir grandes pérdidas personales implica una dedicación plena para lograr el éxito de su proyecto. El deseo del emprendedor de proporcionar avales es una señal considerada como positiva (Bester, 1985:354; Chang y Thakor, 1987:347-351). La finalidad es por un lado reducir el nivel de pérdidas que podría alcanzar la entidad de crédito en caso de producirse un impago, ya que esta lo recuperaría a través de la ejecución del aval, proporcionando una señal de que el proyecto va a ser rentable. Una extensa revisión del uso de garantías como remedio para la limitación del crédito bancario se encuentra en el artículo de Stejvers y Voordeckers (2008:6-19). Además, estos autores señalan que la consolidación de las normas de Basilea II sobre los requerimientos de capital por las entidades financieras y crediticias incrementará la importancia y el uso de las garantías y avales.

Finalmente, destacar las aportaciones realizadas en esta materia por autores españoles, como por ejemplo: Ocaña *et al.* (1994), Salas (1996), Azofra y Fernandez (1997), Mato (1990) y De Miguel y Pindado (2001) que analizan la estructura del capital del sector industrial español confirmando la teoría de la preferencia de capitales. Lopez y Romero (1997), La Porta *et al.* (1999) y Maroto (2001) plantean un análisis comparativo de las estructuras de financiación de las Pymes europeas, evidenciando para el caso español la vinculación del endeudamiento de las empresas con el ciclo económico. Jiménez y Saurina (2003) analizan la probabilidad de insolvencia de las Pymes españolas y la incidencia de los préstamos garantizados; y López y Aybar-Arias (2000) realizan un análisis regional, sobre la relación existente entre los agentes financieros y las Pymes valencianas.

4. Los apoyos públicos a la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

La existencia de las restricciones e imperfecciones en los mercados descritas anteriormente obliga a las administraciones públicas a diseñar sistemas públicos de apoyo financiero que permitan facilitar a las empresas y empresarios el acceso al crédito, al menos de origen bancario, especialmente a las empresas más jóvenes y de determinados sectores productivos (Martín y Sáez, 2001:167-8; Beck y Demirguc, 2006:2937-41). Los apoyos financieros deben tener una contraprestación económica, en el sentido de que estas medidas de fomento se justifican siempre que en el desempeño económico-financiero de las empresas beneficiarias se aprecian incrementos de eficiencia relativos que compense el coste (Caminal, 1995:232-233). Según Domínguez (1996) las políticas públicas de apoyo a la Pyme podrían clasificarse en políticas prioritarias (medidas de asociación y cooperación, desarrollo tecnológico, innovación, control de calidad, internacionalización), de financiación (crédito, avales y fomento de la capitalización de empresas) y otras políticas (beneficios fiscales). En los apartados siguientes se analizan los principales sistemas de apoyo tradicionales aportados por los sistemas públicos con los que cuentan las Pymes y los emprendedores de carácter financiero. El final de este capítulo se destina a enfatizar en dos vías alternativas: por un lado el establecimiento de estrategias de fusiones y adquisiciones entre Pymes a fin de ganar dimensión empresarial que facilite, entre otras ventajas, el acceso al crédito y, por otro lado, el desarrollo del mercado alternativo bursátil, como vía que debe afianzarse para evitar la excesiva dependencia por la financiación ajena bancaria de las Pymes. Se tomarán como referentes las plazas actualmente operativas de Londres y de París.

4.1 Las Sociedades de Garantía Recíproca:

Las sociedades de garantía recíproca (SGR), son sociedades mercantiles creadas por asociaciones de empresarios de carácter mutualista, pretenden ayudar a las Pymes facilitando el acceso a fuentes de financiación bancarias a largo plazo, reduciendo el coste de los créditos y de las garantías adicionales, a través de la concesión de avales distintos de los de carácter público (Vogel y Adams, 1997:22-23; Bebczuk, 2001:3). Además de facilitar el acceso a la financiación ajena, prestan otros tipos de servicios, tales como servicios de asistencia y asesoramiento financiero a sus socios en las

negociaciones con la intención de mejorar las condiciones de los préstamos. Gran parte de sus socios son empresas que previamente han recibido la negativa de una entidad bancaria ante la solicitud de un crédito, que consiguen con el aval de la SGR reducir los problemas de información asimétrica con la que se encuentran los prestamistas.

El régimen jurídico de estas sociedades se detalla en la ley 1/1994 de 11 de Marzo. En ella se dispone que los agentes que conforman estas sociedades sean de dos tipos:

- Los socios participes, que son las propias PYME que reciben los avales de la SGR. El nuevo socio deberá aportar una aportación inicial del 1% del valor del proyecto.
- Los socios protectores que a lo largo de los últimos años han sido instituciones de carácter público, tales como comunidades autónomas, el Instituto de la Pequeña y Mediana empresa Industrial (IMPI) y, en menor medida, las cajas de ahorro (estos últimos no pueden recibir avales del sistema además de tener limitada su aportación de capital al 50%).

Las ventajas que ofrecen las SGR para favorecer el acceso al crédito pueden ser considerados desde el punto de vista de la Pyme prestataria, pero también desde el punto de vista de la entidad financiera prestamista, al producirse un traslado del riesgo desde las entidades financieras hacia las propias SGR. Además, la recepción de información y el propio seguimiento del cumplimiento de la operación que realizan las sociedades de garantía contribuyen a reducir el nivel de asimetrías informativas que percibe las entidades financieras. La contrapartida es una reducción del coste financiero, así como un incremento de los fondos aportados para los socios de las SGR por la reducción de los riesgos y por el mayor peso de negociación que poseen estas entidades (García Tabuenca, 2001:10-15.; De la Fuente y Priede, 2002:4-6).

Hasta mediados del año 2003 todas las comunidades autónomas contaban al menos con una SGR, a excepción de Cataluña, lo cual posibilita una especialización de las mismas atendiendo a criterios geográficos, a diferencia de lo que ocurre en otros países de la UE, donde las SGR se distribuyen por otros criterios, como por ejemplo, el tipo de empresa a la que avalan (agraria, comercio, industrias, etc.). Todas las sociedades de garantías recíprocas se encuentran representadas por CESHAR, la confederación española de SGR, que actúa como patronal de las mismas. Esta se encarga además de los servicios de representación y de la elaboración de estudios sobre el sector.

Cuando una Pyme necesita apoyo financiero para la realización de cualquier tipo de inversión, estas sociedades le conceden un aval frente a la posible entidad financiera prestamista. En caso de que se produzca el impago de los montantes concedidos, la devolución de las obligaciones corre a cargo de la propia sociedad avalista (esquema 2.2). Por ello, es preciso que la PYME que solicita el aval pase a formar parte de la SGR mediante dos aportaciones. Por un lado, una aportación al capital social de la SGR (cuantía máxima de responsabilidad) y otra a un fondo de garantía (una

proporción del riesgo que se avala). Sin embargo, tras la reforma de 1994 (Ley 1/1994 de 11 de Marzo) esta segunda aportación se eliminó, convirtiéndose en un Fondo de Provisiones Técnicas, lo que contribuyó a reducir el coste del aval. Pese a esta reducción, esa aportación revocable inicial del 1% puede convertirse en una nueva barrera de entrada para la empresa. Este montante, en función de la magnitud de financiación que solicite, puede encarecer el coste la financiación, al que hay que adicionarle el propio coste del préstamo concedido. Sin embargo, sin ningún tipo de aval ni garantías iniciales el empresario debe asumir esos mayores costes previos, o le imposibilita acometer su proyecto.

Esquema 2.2. Relaciones que se derivan de acceder a una sociedad de garantía recíproca.



Fuente: CESGAR y elaboración propia.

Desde 1994 las SGR tienen la consideración de entidades de crédito y, como tal, se encuentran sometidas a las regulaciones del Banco de España (Circular 10/1998 de 27 de Noviembre de Banco de España), en especial, en cumplimiento de los requisitos de solvencia, los derivados de la aplicación de los criterios de Basilea II. Sin embargo, desde febrero de 2008, el Real Decreto 216/2008 de 15 de febrero, ha reconocido la ponderación del reaval dentro de los recursos propios de las entidades financieras, lo que aumenta la solvencia de las sociedades de garantía recíproca y hace más atractivas estas operaciones para las entidades financieras, al tener que soportar un menor requerimiento de capital por el menor nivel de riesgo.

La intervención de una institución pública, la Compañía Española de Reafianzamiento Sociedad Anónima (CERSA), encargada del reafianzamiento de los avales concedidos por las distintas sociedades de garantía facilita la transparencia y la solvencia de estas entidades. En un principio la intervención pública era de carácter subsidiario, de tal manera que en caso de impago hasta que no se agotaran todos los medios no se producía la intervención. Actualmente, a través de CERSA la administración pública proporciona estabilidad al sistema. El grado de cobertura adquirido por esta entidad depende de las características de la Pyme y del tipo de activo financiado, que alcanza el

70% en el caso de créditos para empresas de reciente creación o con menos de dos años. Por su parte, CERSA dispone de una cobertura adicional del 35% proveniente del Fondo Europeo de Inversiones (De la Fuente et al, 2006:542).

De esta forma se crea una segunda línea de aval, o de reaval a las SGR. El contrato de reaval se basa en un sistema solidario, de tal forma que, ante préstamos fallidos, la SGR puede dirigirse directamente a CERSA y solicitarle la parte del riesgo que se está reavalando. El contrato, anual y revisable, cubre las provisiones por morosidad tanto del principal como de intereses. El coste por la cobertura de refinanciamiento es nulo, a no ser que se incumpla el ratio que relaciona las provisiones por insolvencia con el total del riesgo vencido, en cuyo caso se aplican unas penalizaciones. En 2007 se eliminó esta ratio para las empresas dedicadas a proyectos de innovación y está pendiente que esta misma medida se aplique a las empresas de nueva creación (Agencia Estatal de calidad de Evaluación de Políticas Públicas, 2007).

En España el sistema de garantías todavía es poco utilizado por las empresas emprendedoras y de reciente creación, tal como demuestran los volúmenes de riesgo vivo de CERSA, con un valor entre el 35%-40% del riesgo vivo total (cuadro 2.1). El desarrollo del sistema se ha conseguido a través de los antiguos socios, que lo utilizan de forma intensiva para financiarse a largo plazo, en más de un 70% de los casos para operaciones de más de 5 años. Las razones de la menor presencia de los nuevos proyectos empresariales se encuentran en el profundo desconocimiento y la falta de promoción pública e institucional (García Tabuenca et al, 2007:66-67), en comparación con otras formas de apoyo público más populares como las líneas del ICO.

Cuadro 2.1. Volumen de operaciones avaladas por SGR y CERSA. Proporción usado por empresas nacientes.

Año	Riesgo vivo SGR (€)	Riesgo vivo SGR + 5 años	Riesgo vivo CERSA (€)	RV CERSA nuevos proyectos	RV CERSA nueva creación	RV CERSA entre 3 y 6 años
2001	2.305.331.291	67,66%	782.198.786	36,00%	53,6%	46,4%
2002	2.582.477.962	77,05%	863.736.705	40,20%	50,4%	49,6%
2003	2.935.628.625	78,40%	973.576.244	34,33%	50,5%	49,5%
2004	3.410.129.795	70,40%	1.148.632.206	34,33%	53,8%	46,2%
2005	3.945.070.351	68,46%	1.335.594.038	38,70%	54,1%	45,9%
2006	4.826.375.271	70,52%	1.529.806.271	35,80%	55,95	44,1%

Fuente: Elaboración propia a partir de memorias de CERSA, CESGAR y de DGPyme 2001-2006.

El procedimiento español (así como el portugués y el italiano) es diferente del establecido en el resto de países de la Unión Europea. En la zona europea, en especial en Francia y en Alemania, el prestatario acude directamente a la entidad financiera, y es ésta la que decide si es necesario presentar garantías complementarias si no está satisfecho con las presentadas. Las sociedades de garantía, que cuentan con la ayuda de organismos públicos, son las encargadas de examinar las condiciones del prestatario y, en caso de evaluarlo positivamente, les conceden la garantía con la cual la entidad financiera otorga la financiación solicitada. La modalidad más extendida que

adoptan las entidades de garantía es a través de fondos de garantía o programas de garantía o mediante entidades independientes mutualistas (Gómez,1994:83-88; Llorens,1996:226-229). El nivel máximo de cobertura de los préstamos varía en función del país y de la modalidad del programa o fondo de garantías. El porcentaje de cobertura oscila en la horquilla superior entre el 75%-80%, en países como Hungría, Reino Unido y Bélgica, y en el tramo inferior con un 35%-45% en Italia, Holanda o Francia. Finalmente, el coste del servicio se sitúa en torno al 1% del importe del préstamo garantizado, aunque es posible encontrar costes de hasta el 4% en Holanda. Los nuevos países de la Unión Europea cuentan aún con un escaso nivel de desarrollo de estas entidades por la debilidad de sus instituciones financieras.

Las principales diferencias que presenta el caso español son las siguientes: el orden de aparición de los agentes involucrados en la operación, en donde son las propias empresas las que acuden en primer lugar a las sociedades de garantía; la forma jurídica de estas entidades, de carácter mutualista, y la cobertura del 100% de la operación garantizada.

En el cuadro 2.2 se presenta el volumen de garantías, coste y nivel de cobertura alcanzado por algunos organismos que configuran el sistema de garantías mutuas europeo clasificadas por un grupo de expertos de la comisión europea como las que ofrecen las “*best practices*” a nivel europeo. (Comisión Europea, 2005; Cowling, 2007).

Cuadro 2.2: Volumen de garantías concedidas, coste y cobertura por SGR europeas.

País	Denominación Entidad Gestora	Garantías Pendientes	Garantías Concedidas	Número de beneficiarios	Coste	Cobertura (%)
Austria	AWS	418900	124900	9592	0,50%	n.d.
Bélgica	Sowalfin	123794	54614	6467	2%	50
Rep. Checa	Ceskomoravska zarucni a Rozvojova	252340	87170	2000	n.d.	Proyecto
Estonia	Kredex	17150	10126	360	n.d.	60%
Finlandia	Finnvera	758500	407100	4751	n.d.	Proyecto
Francia	SOCAMA, SIAGI y BDMP	7989979	2687548	604543	0,50%	n.d.
Alemania	Verband Der Bürgschaftsbanken	5040719	906095	42822	1%	50-80
Hungría	Rural Credit Guarantee Foundation	604812	548810	32101	n.d.	50
Italia	Coordinamento Confidi	18520687	7778563	1153739	n.d.	50
Lituania	INVEGA	64700	59274	1007	n.d.	80
Holanda	SenterNovem	1269000	357000	18817	2%-3,6%	Proyecto
Portugal	Sociedades de Garantía Mutua S.A.	126461	65814	900	n.d.	Proyecto
Eslovenia	Slovenne Enterprise Fund	57118	26240	3206	n.d.	Proyecto
Rumania	Fondul National de Garantare	35468	54643	n.d.	1,5% -2,5%	60-75
España	CESGAR	2829271	1255719	69010	1%-1,5%	100

Fuente: Guarantees and Mutual Guarantees, Comisión europea, 2005.

Entre las investigaciones que se han llevado a cabo sobre las sociedades de garantía recíproca a nivel nacional destaca la realizada por el Instituto de Análisis Económico y Social de la Universidad de Alcalá denominada “*Estudio sobre la incidencia del Sistema español de garantías y reafianzamiento en la eficiencia de la PYME, 1996-2003*”. En dicha investigación se pone de

manifiesto mediante el uso de ratios económicos y financieros el aprovechamiento de este apoyo financiero por las PYME según tamaños empresariales. Entre las conclusiones que extraen destacan dos aspectos: el primero, que las empresas con avales de SGR presentan una menor capacidad para afrontar el conjunto de deudas financieras y comerciales a corto plazo que las empresas que recurren a la financiación ajena sin necesidad de apoyos; y el segundo, como la rentabilidad de las empresas avaladas, pese a ser inferior a la de las empresas que no han obtenido este apoyo público, consiguen converger progresivamente en el tiempo hasta alcanzar el nivel de rentabilidad de estas empresas. Estos dos aspectos, entre otros, justifican la necesidad de promover el sistema de garantías entre las Pymes, en especial, de menor dimensión empresarial (García Tabuena y Crespo;2007;197-208). Un estudio similar fue realizado por Machado (1996:71-77), con una metodología basada en datos y magnitudes macroeconómicos. Otros estudios, de carácter más descriptivos de la situación de las SGR o de su evolución desde el año de su creación son más frecuentes. Entre ellos destacan: Reig y Ramírez (1998:488-494), Sánchez y Gascón (2004:161-168), y García Tabuena y Crecente (2009:153-166), en donde es posible conocer las principales modificaciones que han sufrido estas instituciones, así como el mayor peso que están cobrando en la financiación de las empresas recientemente, en especial, por la cobertura y el apoyo estatal. Por su parte, Jiménez y Saurina (2003:2200-2208) encuentran, para el caso español, que los préstamos con garantías son los que ofrecen la mayor tasa de morosidad.

Sobre la valoración del sistema por parte de los avalados apenas se conocen trabajos específicos, en particular basados en el conjunto de la población de empresas que disfrutan de uno o más avales vivos en la fecha del estudio, aunque si es posible encontrar referencias regionales, como es el caso de Castilla y León, la Comunidad Valenciana o Andalucía (Velasco, 1994; Pombo, 1999; Alcalá, 2000), donde se analiza, además de la propia valoración del sistema, los perfiles de los empresarios que acuden a las mismas.

Institucionalmente, se cuenta con dos referencias principales, CESGAR y el Banco de España. Los datos que suministra CESGAR anualmente permiten conocer las magnitudes relativas a las operaciones que se han realizado en cada año y las características contractuales y comerciales de los acuerdos firmados con las empresas. El Banco de España en su boletín económico, bajo el título “*Sociedades de Garantía recíproca: actividad y resultados en...*” proporciona las principales magnitudes del riesgo vivo por avales, el total de operaciones por ejercicio, así como el porcentaje de morosidad y activos dudosos. La edición de 2007 (133-135) destacaba por anunciar los primeros síntomas de la crisis económica, concretamente el incremento de las tasa de morosidad hasta situarse en el 5.45% del total de riesgos avalados y un 4.55% para los riesgos no reavalados. Contablemente otras publicaciones detallan el sistema contable de estas entidades, especialmente, por el sistema de provisiones que deben de llevar y por compartir peculiaridades de la contabilidad de las entidades de crédito (Reig y Brotons; 2001).

Fuera de la Unión Europea, también es posible encontrar, entre otros, referencias sobre los sistemas de préstamos garantizados. En Estados Unidos el sistema de préstamos garantizados se caracteriza por un fuerte apoyo estatal, a través del *The Small Business Administration Loan Guarantee Program* (SBA). El prestatario accede a las garantías directamente a través de la entidad prestamista, que después de un análisis del riesgo de la operación decide si necesita o no la garantía. En caso de impago, el prestamista solicita al SBA el cumplimiento de la garantía, que incorpora además del principal los intereses devengados y vencidos. Sin embargo, el elevado índice de impagados con el que se encontró este sistema supuso un cambio en los criterios de evaluación de los riesgos de las empresas, basados fundamentalmente en los sistemas tradicionales de *rating* (Riding y Haines; 2001:598-599). En Canadá el sistema de garantías se encuentra regulado por la *Small Business Loans Act* (SBLA), con un funcionamiento similar al estadounidense, al delegar en la entidad prestamista la decisión sobre qué prestatario requiere las garantías, aunque con un papel menos activo por parte de las instituciones públicas. Sin embargo, cabe destacar la elevada participación en este sistema de empresas de reciente creación (Riding et al, 2006:49, 57-60). Por último, dentro de la vertiente anglosajona destaca el sistema de garantías de Reino Unido, *Small Firms Loan Guarantee Scheme* (SFLGS). El desarrollo del sistema se ha realizado a través de un programa de garantías promovido por el departamento de Comercio e Industria y la banca privada, garantizando hasta un 85% del préstamo de aquellos empresarios que hubieran sido previamente rechazadas por el mercado bancario (Cowling y Mitchel, 2003; 63-64)

Finalmente, el desarrollo de los sistemas públicos de garantía para las Pymes en Latinoamérica se produjo a partir de la década de los noventa, como solución a los problemas de falta de estabilidad macroeconómica de los ochenta. La nota característica de estos sistemas es su heterogeneidad. Pese a ello, es posible apreciar dos grandes modalidades. La primera se articula en sociedades de garantía, a similitud del modelo español, y en ella se encuentra los casos de Argentina, Venezuela y el Salvador. La segunda modalidad se basa en los fondos de aval constituidos por los respectivos estados y las entidades financieras. Estos acuerdan nombrar un administrador del fondo que se encarga de buscar convenios con las entidades de crédito, asumen la responsabilidad de determinar el propio riesgo de la operación y gestionan con el administrador del fondo la recuperación de las cantidades garantizadas en caso de préstamos fallidos. Entre los países que siguen esta alternativa destaca México, Brasil, Colombia, Chile y Perú (Listerri et al, 2006: Capítulo 1).

4.2 La línea Pyme del Instituto de Crédito Oficial (ICO).

El ICO se constituyó en 1971 con el objetivo inicial de coordinar a los bancos propiedad del Estado, pero desde 1991, tras la reforma de la banca pública y la creación de Argentaria, el ICO se destinó exclusivamente a la gestión de la banca pública de inversión y a actuar como agente financiero del estado. A partir de la década de los noventa la finalidad básica de ICO se orienta a

proporcionar financiación bancaria a las pequeñas y medianas empresas en condiciones más ventajosas que el mercado, en términos de coste y plazos de devolución, de manera análoga a las iniciativas desarrolladas por otros países europeos, como el *OSEO BDPME* francés, la *KfW Bankengruppe* alemán ó el sueco *ALMI Företagspartner*.

Para la canalización de las ayudas el gobierno se nutre de los propios agentes del mercado bancario, las entidades de crédito y de depósito. La cantidad máxima a solicitar es de 1.5 millones (en una o varias operaciones por beneficiario), con plazos de amortización de hasta siete años, bajo diferentes modalidades de amortización, cadencia de pagos y a un tipo de interés fijo o variable, este último referenciado al EURIBOR.

Son varios los aspectos que han convertido la línea ICO en uno de los apoyos financieros más populares entre los autónomos y empresarios españoles, como pone de manifiesto la rapidez con la que se agota la línea tras abrirse el plazo de solicitudes. Así, por ejemplo, la línea *ICO Renove Turismo 2009*, que destinada 400 millones de euros para las empresas turísticas, se agotó en menos de un mes. Los factores determinantes de su buena acogida entre los empresarios son: la buena promoción institucional estatal y autonómica, la labor de divulgación de las líneas realizadas por el ICO, las condiciones ventajosas perceptibles por los empresarios tanto en la cobertura de las ayudas como es el tipo de interés, la simplificación de la tramitación y la accesibilidad de las ayudas, facilitada por la positiva distribución realizada por las propias entidades financieras intermediarias colaboradas a través de su amplia red bancaria. El ICO colabora con más de setenta entidades de depósito, entre ellas las entidades de crédito de mayor penetración y representación geográfica, esto es, BBVA, Grupo Santander, Banco Popular y Banco Sabadell, entre otros. En concreto, si se consideran los datos suministrados por el ICO para el periodo 1997-2006 el BBVA ha intermediado el 18.9% del total de las operaciones formalizadas, seguido por el BSCH (y su filial *Santander Consumer Finance*) que ha intermediado el 17.8%. La intermediación de las cajas de ahorro es más limitada, concentrando la Caixa, Caja Madrid y Caixa Cataluña el 10.6% del total de operaciones.

Precisamente, la colaboración del ICO con las entidades financieras es el factor que más ha contribuido a difundir esta línea entre el tejido empresarial. Las propias entidades financieras que colaboran con el ICO se encargan de gestionar directamente con los empresarios la tramitación de los préstamos, otorgándose a los clientes que cumplan los requisitos exigidos por las distintas líneas ofertadas, recibiendo a cambio un margen de intermediación del 0.75% del valor de los fondos concedidos, que incluye la prima de riesgo que debe asumir la entidad crediticia. Esta colaboración tiene como principal inconveniente la posible selección favorable hacia la entidad prestamista, que ofrecería el producto entre sus mejores clientes, lo que podría explicar la baja morosidad de estos créditos, inferior a un uno por ciento, durante el periodo 2002-2006.

El instituto de Crédito Oficial fue dotado, según los presupuestos aprobados por el parlamento, para el año 2008 con 7.275 millones de euros (un 21.7% menos respecto al año anterior). Sin embargo, para el 2009, por los problemas financieros derivados de la crisis, se ha elevado el presupuesto de esta línea hasta alcanzar los 10.000 millones de euros. Estos fondos se articulan en cuatro grandes líneas:

- *Pyme*: financia las inversiones en activos fijos productivos de la Pyme.
- *Crecimiento empresarial*: financia proyectos de inversión de mayor envergadura que los de la Línea Pyme, hasta un importe máximo de 6 millones de euros.
- *Internacionalización*: financia inversiones de empresas españolas en el exterior.
- *Emprendedores*: financia nuevas actividades empresariales o nuevas empresas.
- *Liquidez-Pyme*: financia las necesidades de capital circulante.

La línea de emprendedores, desarrollada por el ICO para superar las imperfecciones del mercado apenas cuenta con una dotación de 100 millones de euros para el año 2009 (75 millones en 2008) y con un importe máximo por beneficiario de 200.000 euros. La principal ventaja de esta línea es que no se dirige a ningún objetivo concreto, sino a cualquier iniciativa de carácter emprendedor. Resulta destacable el caso de las empresas que además de solicitar un préstamo de la línea Emprendedores del ICO poseen un aval de una SGR. Los beneficiarios de ambos sistemas obtienen un tratamiento más favorable en términos del coste de la financiación (al tipo fijo de referencia del ICO se le adiciona 0.5 puntos porcentuales frente a 1 punto en caso de no contar con aval de SGR). No obstante, la novedad de esta línea destinada a financiar en exclusiva iniciativas emprendedora, instaurada por primera vez en el año 2006, unido a la falta de incentivos de la banca comercial, hace que aún sea poco conocida entre sus potenciales beneficiarios. La propia administración, a través de su *Agencia de Evaluación y Calidad de ayudas públicas (AEC:27-28)*, subraya que la mejor manera de dinamizar la actividad emprendedora pasa por redireccionar los fondos destinados a las empresas ya implantadas hacia la creación de empresas, así como la creación de un consorcio público-privado con premisas de gestión privadas y con apoyos públicos coordinados de las diferentes administraciones.

Sin embargo, la línea que acapara la totalidad de los fondos gubernamentales es la destinada a la Pyme. A esta línea, además de acudir empresas consolidadas, acude un gran porcentaje de empresas de reciente creación, tal como se analiza en el capítulo tercero de la presente investigación. Las posibles causas explicativas son la mayor capacidad de recepción de empresarios por la línea Pyme y por el relativo escaso nivel de financiación por beneficiario disponible por la línea de emprendedores. En los siguientes cuadros se presenta un análisis de la evolución de la línea Pyme durante el último decenio (periodo 1997-2006).

El cuadro 2.3 presenta el total de operaciones formalizadas por el ICO según la tipología de empresas, por tamaño empresarial y sector de actividad. A lo largo del periodo se han realizado un

total de 475.289, operaciones con empresas de menos de 10 trabajadores, el 61.2% del total, con empresas entre 10 y 49 trabajadores, el 30.8%, y en menor medida con medianas empresas, de más de 50 trabajadores, el 8% del total. Del total, el 25% se han destinado a financiar autónomos y el 75% a sociedades con personalidad jurídica, principalmente sociedades limitadas. Por sectores de actividad, las grandes beneficiarias han sido el sector servicios y la industria. El primero de ellos concentra el 54.2% de las operaciones (20.3% se corresponde con servicios de distribución comercial y el 33.9% el resto se servicios) y el segundo aglutina el 25.1% de las operaciones (19.5% manufacturas tradicionales y 5.6% manufacturas intermedias y avanzadas). Por su parte, la construcción alcanza el 13.1% de las operaciones, seguida de sector extractivo, energía y agua, con el 7.7% de las operaciones, y el 5.9% restante se destina al sector agrario. En relación al total de operaciones formalizadas, se observa un apreciable incremento del número de operaciones a lo largo del periodo considerado (un crecimiento del 408%) conforme han ido aumentando los recursos destinados al ICO, salvo en dos momentos puntuales: el año 2000, donde se produce una ruptura en el crecimiento, y el año 2006, en el que gracias al incremento de los fondos destinados a esta línea se consiguió casi duplicar el total de operaciones a financiar. Es más, el 23.9% del total de las operaciones se han realizado durante el 2006.

Cuadro 2.3. Operaciones formalizadas por ICO por tamaño empresarial, sector de actividad y año.

Año	Micro	Pequeñas	Medianas	Agrario	Extrac.	Man. Trad.	Man. Avan.	Construc.	Comercio	Resto Serv.	Total
1997	14886	5893	1602	1673	345	5509	1493	1764	4962	6632	22381
1998	14995	6461	1773	1797	403	5541	1424	2136	4800	7128	23229
1999	20350	9354	2461	2481	515	7205	1983	3067	6929	9984	32165
2000	15202	8225	2201	1962	446	5918	1843	2394	5054	8010	25628
2001	21893	11206	3256	1980	616	7644	2293	4039	7051	12732	36355
2002	28261	14803	3819	2443	952	9464	2762	6056	9346	15859	46883
2003	34110	21466	4521	3304	1215	10654	3093	8100	11378	18847	56597
2004	33587	16787	4266	3513	809	9699	2663	7771	11127	19047	54631
2005	38512	20095	5122	3658	1044	11672	3223	9234	13100	21793	63729
2006	69234	35663	8794	5123	2027	19531	5584	17719	22577	41124	113691
Total	291030	149953	37815	27934	8372	92837	26361	62280	96323	161156	475289

Fuente: Elaboración propia a través de base de datos del Instituto de Crédito Oficial.

El conjunto de operaciones formalizadas ha permitido financiar un total de 272.630 unidades productivas, de las cuales 96.684 son autónomos y 175.946 son sociedades mercantiles con forma jurídica. De la relación entre el número de operaciones y el número de beneficiarios se deduce que los empresarios que han solicitado esta línea acuden en más de una ocasión a sus fondos, concretamente 83.216 beneficiarios, el 30.52% del total, han repetido operación a lo largo del periodo considerado. La media de la línea se sitúa en 1.74 operaciones por beneficiario.

Destacable es el caso de las pequeñas y medianas empresas. Estas, aunque sólo suponen el 21% y 3.3% de beneficiarios de la línea respectivamente, son las que acuden de forma más intensiva y

periódica a los fondos del ICO, siendo la media de 2.64 operaciones para empresas entre 10 y 49 trabajadores y 4.21 para empresa beneficiaria de más de 49 empleados.

Sectorialmente, las empresas manufactureras son las que más repiten operaciones con el ICO, concretamente el 40.18% de las manufactureras industriales y el 43.86% de las manufactureras intermedias y avanzadas han repetido operaciones. Los resultados se presentan en el cuadro 2.4.

Cuadro 2.4. Operaciones por beneficiario, tamaño empresarial y sector de actividad.

Periodo 1997-2006		Operaciones	Beneficiarios	Media
Sector de actividad	Agrario	27934	20449	1,37
	Extractivas	8372	4185	2,00
	Man. Trad.	92837	46026	2,02
	Man. Avan.	26361	11620	2,27
	Construcción	62280	35849	1,74
	Comercio	96323	60932	1,58
	Resto Serv.	161156	93566	1,72
Tamaño empresarial	Micro	291030	204034	1,43
	Pequeñas	149953	56803	2,64
	Medianas	37815	8992	4,21
Total		475263	272630	1,74

Fuente: Elaboración propia a través de base de datos del Instituto de Crédito Oficial.

Por comunidades autónomas (cuadro 2.5), tres comunidades autónomas aglutinan casi la mitad del total de beneficiarios de la línea, 45.8%: Cataluña, Comunidad Valenciana y Andalucía. Otras tres reúnen una cuarta parte de las beneficiarias (Madrid, Castilla León y Aragón). En el lado extremo se encuentran las empresas de Extremadura, Navarra y Baleares. De la distribución porcentual de las comunidades a lo largo del tiempo, considerando el primer y el último año de la serie, se aprecia como la Comunidad Valenciana, Castilla León, Islas Canarias, País Vasco y Asturias disminuyen entre ambos años (1997-2006) su participación relativa en la utilización de la línea, por el contrario Cataluña, Madrid, Navarra e Islas Baleares son las que más han aumentado. No obstante, en el capítulo tercero se detalla la intensidad y uso de la línea al relacionar las empresas beneficiarias con el total de empresas domiciliadas en una cada región disponibles en el Directorio Central de Empresas (DIRCE).

Una de las ventajas señaladas de la línea es facilitar el acceso a la financiación bancaria a largo plazo a un tipo de interés menor, aunque es la entidad bancaria la que determina el tipo de interés medio efectivo aplicado (TAE), considerando las condiciones establecidas por el ICO, en función de la asunción de riesgos que contrae con las distintas unidades productivas prestatarias. En el cuadro 2.6 se presenta el coste financiera medio anual de las operaciones del ICO en función del tamaño empresarial y el sector de actividad. Tres son las notas que pueden considerarse respecto el coste financiero de las operaciones: la primera, la tendencia bajista de los tipos de interés a lo largo del horizonte temporal, salvo en el 2001 con un repunte de tipos de interés, que está directamente relacionado con la disminución sufrida en el número de operaciones formalizadas durante ese año.

La segunda, la relación inversa entre el coste financiero y el tamaño empresarial, de forma que las empresas de menos de 10 trabajadores (microempresas) soportan un coste financiero efectivo más alto que las empresas de más de 49 trabajadores (medianas). La máxima diferencia se produjo en el año 1999 con 0.36 puntos de diferencias, que han ido reduciéndose progresivamente hasta casi converger en el año 2006. Y la tercera, sectorialmente son las empresas destinadas a los servicios, en especial los servicios no comerciales, y a la construcción las que soportan el mayor coste financiero (en 2006 el coste fue del 3.74%), mientras que las manufacturas, ya sean tradicionales o avanzadas, presentan el más bajo (en 2006 el coste fue del 3.69%).

Cuadro 2.5. Empresas beneficiario y porcentaje de participación por año y comunidad autónoma.

	1997	%	2001	%	2006	%	1997	% sobre total
Andalucía	1015	8,90	2169	13,66	10155	11,89	1015	11,85
Aragón	585	5,13	996	6,27	4945	5,79	585	6,40
Asturias	252	2,21	374	2,36	1728	2,02	252	2,04
Baleares	79	0,69	192	1,21	1569	1,84	79	1,59
Canarias	614	5,38	669	4,21	5063	5,93	614	5,22
Cantabria	312	2,74	402	2,53	1334	1,56	312	1,98
Castilla-León	1914	16,78	1527	9,62	6006	7,03	1914	9,26
Castilla – La Mancha	484	4,24	638	4,02	3630	4,25	484	4,08
Cataluña	1900	16,66	3228	20,33	17094	20,02	1900	20,13
C. Valenciana	2266	19,87	1888	11,89	11655	13,65	2266	13,83
Extremadura	63	0,55	22	0,14	969	1,13	63	0,83
Galicia	427	3,74	870	5,48	3692	4,32	427	4,29
La Rioja	61	0,53	153	0,96	898	1,05	61	1,07
Madrid	659	5,78	1060	6,68	9212	10,79	659	8,55
Murcia	234	2,05	655	4,12	2535	2,97	234	3,14
Navarra	68	0,60	218	1,37	1455	1,70	68	1,48
País Vasco	473	4,15	819	5,16	3454	4,04	473	4,27
Total España	11406	100,00	15880	100,00	85394	100,00	11406	100,00

Fuente: Elaboración propia a través de base de datos 1997-2006 del Instituto de Crédito Oficial.

Cuadro 2.6. Coste medio financiero de las operaciones línea Pyme del ICO por año, tamaño y sector.

Año		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tamaño	Microempresa	6,28	5,10	3,29	4,82	5,28	4,47	3,07	2,75	2,79	3,76
	Pequeña empresa	6,25	5,06	3,07	4,7	5,25	4,34	3,1	2,67	2,74	3,69
	Mediana empresa	6,17	5,03	2,93	4,65	5,23	4,28	3,07	2,62	2,71	3,67
Sector de actividad	Agrario	6,23	5,09	3,34	4,71	5,3	4,38	3,06	2,7	2,76	3,74
	Extractivas	6,19	5,07	3,15	4,71	5,26	4,38	3,09	2,71	2,75	3,76
	Manufactura Trad.	6,25	5,06	3,12	4,71	5,26	4,37	3,08	2,69	2,76	3,72
	Manufactura Avanc.	6,21	5,04	3,11	4,66	5,24	4,33	3,07	2,67	2,75	3,69
	Construcción	6,28	5,1	3,24	4,8	5,28	4,43	3,1	2,72	2,77	3,72
	Comercio	6,27	5,1	3,22	4,8	5,27	4,42	3,08	2,72	2,78	3,74
	Resto Servicios	6,29	5,09	3,2	4,76	5,27	4,41	3,08	2,72	2,77	3,73
Media anual		6,26	5,09	3,2	4,76	5,27	4,41	3,08	2,72	2,77	3,73
Euribor anual		-	-	3,18	4,78	4,08	3,49	2,34	2,27	2,33	3,44

Fuente: Elaboración propia a través de base de datos 1997-2006 del Instituto de Crédito Oficial.

Por otro lado, además de las líneas descritas anteriormente, el ICO ha diseñado para el año 2009 otras líneas sensibles a la actual situación económica y a la dificultad con la que cuentan las empresas para afrontar sus compromisos de pago, bien por la falta de actividad de su propio negocio o por la incapacidad de sus clientes para poder hacer efectivo sus obligaciones. Entre las nuevas líneas destaca la Línea ICO-Liquidez-Pyme y Liquidez-Mediana destinadas a financiar las necesidades operativas de fondos a corto plazo de las empresas, y la Línea Moratoria-Pyme, dotada con 5.000 millones de euros, que financia las cuotas de amortización del año 2009 de operaciones vivas con el propio ICO correspondientes a la Línea Pyme del año 2006, 2007 y 2008.

También, dentro de las líneas del ICO es posible encontrar financiación específica para determinados sectores de actividad, tales como producción cinematográfica, industrias culturales, sector ganadero (Línea MARM), transportes y el sector manufacturero. La finalidad de estas líneas específicas es financiar proyectos destinados a mejorar la competitividad de las empresas pertenecientes a estas ramas de actividad, así como mejorar e introducir las nuevas innovaciones tecnológicas en los diversos procesos de producción. Finalmente, además de las líneas anteriores, el ICO ofrece “microcréditos” a aquellos emprendedores que tengan dificultades para acceder a la financiación tradicional bancaria. La principal diferencia de esta financiación respecto a las líneas comentadas es el objeto de la financiación, que, en lugar de ser para activos fijos e inversiones inmobiliarias, es para la financiación del activo corriente. Igualmente se diferencia en el volumen dispuesto, con un importe máximo de 25.000 euros.

4.3 Las sociedades de capital riesgo.

Otra alternativa, relativamente nueva en España, con la que se encuentran los emprendedores y empresas en fase de desarrollo es el denominado *capital riesgo* o “*venture capital*” (regulado en la ley 25/2005 de 24 de Noviembre, que deroga la ley 1/1999 de 5 de enero reguladora de entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras). Esta figura se desarrolló en España a principios de la década de los setenta, en 1972, con la creación por parte del Estado de las Sociedades para el Desarrollo Industrial (SODI), como instrumento de promoción y financiación empresarial, aunque no tardó en ser complementada por la participación del sector privado. No obstante, las actividades de estas sociedades no se limitan sólo a la financiación, sino que van más allá al suponer un esfuerzo de compromiso con la sociedad financiada al participar y orientar decisiones estratégicas.

La característica más destacada de esta fuente de financiación a largo plazo es la búsqueda de una participación directa en la dirección de una empresa no financiera, limitada en el tiempo, por parte de agentes y operadores nacionales o extranjeros (institucionales, individuales, bancos, fondos de pensiones), que a través de una inversión en el capital propio de la empresa, además de fortalecer la estructura del patrimonio neto y la autonomía financiera de la compañía, tienen como objetivo lograr un adecuado nivel de renta, a través de los dividendos esperados y de las plusvalías que se

generen en el momento de la salida de la empresa o desinversión. Esto es, desde el instante en que la empresa alcance un nivel de rentabilidad por encima del riesgo asumido se produce la venta de las participaciones o acciones de la compañía, normalmente a los socios mayoritarios por pactos de recompra, respetando la composición inicial del equipo de gestión. También es posible la posible entrada de nuevos socios, bien por la compra directa de un tercero de toda la compañía, o por la adquisición de la participación del socio que abandona la compañía o bien por la salida a cotización de la empresa en un mercado organizado. No obstante, en el caso de que el proyecto empresarial no hubiese funcionado, esto es, fracase, la desinversión se produce a través de la liquidación de la empresa.

Las entidades de capital riesgo son empresas que invierten en el capital de empresas, en su mayoría nuevas, a través de los recursos aportados previamente por sus socios, pudiendo adoptar dos posibles formas societarias: sociedades de capital riesgo (SCR) o fondos de capital riesgo (FCR) gestionados por las respectivas sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGECR). Ambas figuras legales se recogen en el título II y III de la ley 25/2005. Las SCR son sociedades anónimas con un capital social mínimo de 1.200.000 euros, limitándose su objeto social a la toma de participaciones, sin voluntad de permanencia indefinida, en el capital de empresas que no coticen en primer mercado de las bolsas de valores. Es destacable además de su capacidad para conceder financiación, la posibilidad que tienen de ofrecer préstamos de carácter participativos. Estos préstamos, regulados por el Real Decreto 7/1996 de 7 de Junio, que jurídicamente tienen la consideración de recursos propios, se caracterizan por la retribución percibida del prestamista mediante un sistema híbrido, esto es, el tipo de interés que se percibe se compone de dos tramos, uno de carácter fijo similar al establecido en el mercado, y uno variable que queda condicionado a los resultados y la capacidad de generar beneficios de la entidad prestataria. Por otra parte, en caso de que el prestatario desee cancelar anticipadamente el préstamo sólo podrá llevar a cabo la amortización si esta se compensa con una ampliación de la misma cuantía de su patrimonio neto. Además, en caso de impagos de la entidad prestataria, estos préstamos tienen la condición de préstamo subordinado, situándose en la prelación de créditos por detrás de los acreedores comunes. Legalmente, se establece las inversiones que deben desarrollarse, en concreto (artículo 18), como mínimo el 60% de su activo debe estar compuesto por instrumentos financieros y participaciones que den derecho a participar en el capital de las empresas que sean objeto de su actividad, pudiendo dedicar dentro de ese porcentaje hasta 30 puntos porcentuales a préstamos participativos.

Por su parte, los fondos de capital riesgo son patrimonios sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo. Su objeto social es el mismo que el descrito para las sociedades de capital riesgo, aunque su capital social mínimo se eleva a 1.650.000 euros. Además, antes de poder comenzar sus actividades necesitan una autorización

previa del ministerio de economía así como inscribirse de forma obligatoria en el registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Estos fondos se encuentran supeditados a la dirección de una sociedad gestora (SGECR), que se encargará de la administración y la gestión de los fondos del capital riesgo, pudiendo realizar actividades complementarias de asesoramiento a las entidades con las que mantengan una vinculación como consecuencia del ejercicio de su actividad.

La OCDE (1996:23) y el informe de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) (Martí *et al*, 2008:23-25) distinguen cuatro modalidades de empresas donde invertir. Estas son:

1. Capital semilla *-seed-*. Son las inversiones más arriesgadas, ya que concentran la atención en la fase inicial del proyecto, antes de la propia organización del negocio. Suele ser una fase de prueba de prototipos de productos y diseño de objetivos comerciales. No obstante, las inversiones por parte de las sociedades de capital riesgo son escasas, al no superar la mayor parte de las nuevas empresas los cinco primeros años de vida en el mercado.
2. Capital arranque *-start-up capital-*. Es la inversión en las primeras fases de vida de una empresa, pero ya puesta en marcha la empresa, con un producto definido y un mercado objetivo al que dirigirse. Pese a que el riesgo sigue siendo elevado, pasa de ser un riesgo de carácter tecnológico a un riesgo de mercado, con los problemas de financiación derivados de los insuficientes beneficios que son capaces de generar para autofinanciarse.
3. Otras fases iniciales *-other early stages-*. La inversión trata de cubrir el fondo de maniobra negativo que pueden tener las empresas de reciente creación como consecuencia de no haber alcanzado el punto de equilibrio entre sus ingresos y gastos.
4. Capital expansión *-expansion stage financing-*. Las empresas que obtienen esta financiación se caracterizan por obtener beneficios, con la consecuente reducción del riesgo, no sólo por la capacidad de generar rendimientos sino por el propio conocimiento que la sociedad de capital riesgo tiene de la experiencia empresarial de la sociedad en la que ha aportado sus fondos. El destino del capital aportado es el desarrollo de nuevos productos, inversiones en activos duraderos que permitan actualizar las instalaciones y posibiliten la entrada en nuevos mercados.

Dentro de las inversiones de los sistemas de capital riesgo las especializadas en el nacimiento de empresas se denominan "*Venture Capital*". Estas inversiones se caracterizan por el alto riesgo asociado al plan de negocio a desarrollar, de gran potencial de crecimiento, la implicación de grandes avances tecnológicos y, en especial, una alta incertidumbre. No obstante, esta modalidad se muestra efectiva en las iniciativas de alto contenido tecnológico o de alto potencial de crecimiento.

Las razones que explican dicha efectividad son: la concesión de fondos de forma secuencial armonizando el corto y largo plazo, la implicación activa del inversor en el proyecto, la combinación de componentes de deuda y capital y la estrecha relación entre el inversor que aporta los fondos y el emprendedor que aporta la idea y su *know-how* (Hellman, 1994; Gorman y Sahlman, 1989; Hellman y Manju, 2002). Por su parte, March (1999:171) destaca que algunos emprendedores son reacios a esta vía de financiación por el elevado volumen de recursos otorgados, que puede distorsionar la percepción de la eficiencia económica del empresario así como por la naturaleza especulativa de los fondos de capital riesgo, preocupados por una rentabilización a corto plazo de la inversión y no por la consolidación y supervivencia de la empresa.

Además de las sociedades de capital riesgo, otro agente principal que configura este sistema son los denominados “*business angels*” o inversores informales (Colin et al, 2004: 112-119). Los “*business angels*” suelen ser inversores individuales, ex-empresarios o directivos retirados, con disponibilidad de fondos líquidos suficientes que buscan, mediante la inversión en empresas con alto potencial de crecimiento, una mayor rentabilidad a la ofertada por los productos de ahorro tradicionales. Estos inversores además aportan sus conocimientos técnicos y su red de contactos comerciales a los emprendedores o empresas en su fase inicial que desean desarrollar una actividad empresarial. Los problemas de esta financiación informal radican en el anonimato buscado por el propio inversor y la ausencia de canales de comunicación con los emprendedores (Wetzel, 1983:25-26; Mason y Harrison,1997:117). A fin de dinamizar estas relaciones, las instituciones públicas han desarrollado los “Business Angels Networks” (Riestra, 2001:9-12; DGPyme, 2006:13-18) de forma análoga al mercado anglosajón (Sohl, 2003:7-13). Estas redes actúan como catalizadores tanto de la oferta y de la demanda de capital, identifican tanto los nuevos proyectos como los potenciales “*Business Angels*” a través de plataformas tecnológicas o en foros de inversión. En España esta red se encuentra coordinada desde el año 2004 por la fundación privada ESBAN (Red Española de Business Angels) que actúa como red de las cinco redes existentes en España: en Cataluña (BANC y XIP), en Galicia (BANG y UNIBAN) y en Madrid (BANM).

El capital riesgo cuenta con un mayor arraigo en la Unión Europea como forma de financiación, en especial en Inglaterra, Francia y Alemania, con inversiones superiores a los setenta billones de euros (EVCA, 2008). Ese mayor dinamismo en el ámbito europeo se transfiere progresivamente al mercado español, ya que un 47.4% de los fondos de las sociedades de capital riesgo en el año 2007 en España proceden de inversores extranjeros, y concretamente en los últimos años de fondos de pensiones Paneuropeos.(Marti et al.,2008:9).Sin embargo, en magnitudes relativas, respecto al total de las fuentes financieras empresariales disponibles, es poco utilizada por las Pymes, especialmente por el tratamiento fiscal que apenas considera ventajas fiscales en la tributación de las plusvalías derivada de la desinversión. Los indicadores del *Flash Eurobarometer* relativos al acceso a la

financiación (2005:17) indican que, en términos medios, sólo el 2% de las Pymes europeas han obtenido financiación de estas entidades. En España, según los datos del impacto del capital riesgo elaborado por ASCRI durante el periodo 1986-2007 se han invertido un total de 22.018 millones de euros en 4.600 compañías, siendo destacable como en los últimos años han ganado peso las operaciones de *Management Buy Out* o compra de empresas por parte de sus directivos, relegando a un tercio (33% en el año 2007) del total de operaciones las realizadas con empresas que se encuentran en sus primeras fases. Las nuevas iniciativas empresariales españolas financiadas por esta vía siguen siendo relativamente bajas, tan solo en el año 2007 se han destinado 396 millones de euros a empresas en sus primeras fases de desarrollo (ASCRI, 2008:22). Por su parte, según el Informe GEM para España (2008:76-80) tan sólo el 3.22% de la población adulta actuó como inversor informal, con una inversión media de 17.000 euros, muy por debajo de los niveles de Estados Unidos, por encima del 5%.

Un estudio realizado por Yasuda y Metrik (2008) analiza la estructura y la forma de funcionamiento de los fondos de capital riesgo en Estados Unidos. Sus principales resultados son que, por término medio, cada sociedad invierte en cinco empresas al año un total de 100 millones de dólares por empresa. No obstante, tan sólo una de esas cinco consigue unas rentabilidades positivas igual o superior a las estimaciones de beneficios de la sociedad de capital riesgo. Entre las compañías que alcanzaron ese éxito destaca Amazon, Compaq o Google. En el caso español son destacables el trabajo de Repullo y Suarez (2004), Zozaya y Rodriguez (2007) y los informes de ASCRI elaborados por Martí, Salas y Alferez.

4.4 Otros apoyos públicos y consideraciones finales sobre el diseño de los apoyos públicos.

Dentro de los apoyos públicos a la financiación existen iniciativas destinadas a apoyar la creación de empresas y la actividad emprendedora centradas en la actividad innovadora. Como se indicó en el capítulo primero al analizar los factores determinantes del emprendedor, el compromiso con las actividades creativas e innovadoras es una parte de la actividad emprendedora de vital importancia, al igual que el resto de iniciativas de base no tecnológica. Son destacables las actuaciones del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) que cuenta con la iniciativa *Neotec* de apoyo a la constitución de nuevas empresas de base tecnológica. La peculiaridad de su forma de financiación radica en amortización del préstamo, la cual se pospone hasta que se obtenga flujos de caja positivos. Para el periodo 2006-2012 *Neotec* tiene previsto invertir 183 millones de euros.

También destaca la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), la cual utiliza el préstamo participativo con el único aval del proyecto empresarial y la capacidad de sus responsables. Sus peculiaridades, expuestas anteriormente al considerar las inversiones de las sociedades de capital riesgo, eran: consideración como fondos propios para la entidad, su carácter de deuda subordinada y la ventaja en la composición de su tipo de interés, formado por una referencia fija y otra variable.

Sin embargo, pese a que son instrumentos de gran apoyo se encuentran muy limitados en sus actuaciones por el escaso volumen de recursos con el que están dotados. ENISA ha otorgado en préstamos participativos desde su constitución, en 1982, un total de 14.064 millones de euros.

Otra alternativa de financiación, más orientada al crecimiento de la empresa, es a través de la internacionalización, para la cual se han desarrollado múltiples ayudas y productos de financiación adaptados. Según las expectativas de crecimiento del negocio y las características del tipo de producto/servicio ofertado, el empresario puede optar por seguir una estrategia de crecimiento interno, con el desarrollo de nuevos productos o extendiéndose a nuevos mercados pero dentro de las fronteras nacionales o sus áreas de referencia o, por el contrario, puede buscar el crecimiento externo introduciéndose en nuevos mercados extranjeros. El comercio exterior y la apertura de los mercados se configuran como una alternativa para un mejor aprovechamiento de las ventajas de la empresa, por ejemplo, permitiendo una salida de stocks no vendidos nacionalmente o mejorando sus economías de escala derivadas del mejor aprovechamiento de sus instalaciones productivas. Como mecanismo que facilite el desarrollo de la expansión internacional de las Pymes se han desarrollado múltiples iniciativas para promocionar ese crecimiento externo, buscando fuentes de financiación externas y medidas de colaboración con otras empresas o instituciones foráneas. Entre las medidas que se han puesto en marcha para favorecer la internacionalización de la Pyme española se destaca las siguientes iniciativas:

- Una nueva Línea Pyme ICO destinada a la exportación y otra para apoyar las inversiones productivas en el exterior de las Pymes españolas.
- Una mejora a las condiciones de acceso a los fondos de la Compañía Española de Financiación del desarrollo (COFIDES), que se encarga de financiar inversiones productivas de empresas españolas en países en desarrollo.
- Los Fondos de Ayuda al Desarrollo (FAD), que apoya la internacionalización de las empresas españolas e impulsa el desarrollo de los países destinatarios de los fondos.
- El Estado asegura los riesgos derivados de la financiación de las operaciones de exportación a través de la Compañía Española de Seguros de Créditos a la Exportación (CESCE).

Sin embargo, siguen siendo las Pyme las que se encuentran con mayores dificultades para superar las barreras de entrada a los mercados internacionales, ya sean emergentes o consolidados. Es por eso que se ha puesto en marcha desde principios del año 2006 el Plan Aprendiendo a Exportar, gestionado por el ICEX, la DGPYME, el CDTI y las Cámaras de Comercio. Las medidas adoptadas tienen como principal cometido paliar parte del riesgo de entrada de estas inversiones, mediante seguros que cubran parte de los cobros de los primeros años, así como medidas de corte más cualitativo, como la progresiva eliminación de gestión burocrática.

Desde las instituciones europeas también se han desarrollado multitud de programas específicos para la financiación de Pymes y emprendedores que deseen crear su propia empresa (Fonfría,2002; De la Mata, 2005;Comisión Europea,2006). Los programas que se ofrecen desde la Unión Europea para apoyar a las Pyme se pueden clasificar en cuatro grandes bloques: oportunidades temáticas de financiación, fondos estructurales, instrumentos financieros y ayuda a la internacionalización de la Pyme. En el cuadro 2.7 se ofrece un resumen de los principales programas diseñados para el aprovechamiento de oportunidades temáticas, así como el objeto específico de financiación de cada una de ellas (en millones de euros), que se desarrollarán en el periodo del 2007 al 2013.

Cuadro 2.7. **Programas de financiación de la Unión Europea para oportunidades temáticas.**

Temática	Programas		Presupuesto	Objeto de la financiación
Medio ambiente, energía y transporte	Life +		2100	Biodiversidad y política medioambiental.
	Programa Marco para la Innovación y la competitividad		3600	Crecimiento empresarial y empleo para empresas innovadoras en técnicas medioambientales
	Marco Polo II		400	Reducción de la congestión vial
Innovación e Investigación	7ª Programa Marco de Investigación y desarrollo Tecnológico	Cooperación	32300	Participación en iniciativas de investigación.
		Ideas	7510	Competición en excelencia.
		Personas	4750	Integración en la empresa de la Universidad
		Capacidades	4300	Nuevos productos y mercados basados en la tecnología.
	Programa Marco para la Innovación y la competitividad		3621	Mejora en el acceso a las tecnologías de la información y de la comunicación.
	eContemplus *		149	Contenidos digitales en entornos multilingüísticos.
	EUREKA		-	Acceso a los programas de financiación privados y públicos
Educación y formación	Aprendizaje Permanente	Leonardo Da Vinci	13620	Promoción de inactivas transnacionales destinadas a integrar la vida laboral.
Otros	Cultura	Culture 2007	-	Proyectos de cooperación cultural.
	Información, consulta y diálogo		9050	Fomentar la participación de los trabajadores en la empresa
	Seguridad en el trabajo		1400	Mejora de los niveles de salud y seguridad en el trabajo

* Periodo de desarrollo 2005-2008 (Fuente: Adaptado de <http://ec.europa.eu/enterprises/smes/>)

Una segunda vía de apoyo con la que cuentan las PYMES se basa en ayudas procedentes de los Fondos Estructurales. La peculiaridad de esta financiación es que las beneficiarias son aquellas empresas que se encuentran ubicadas en las zonas europeas menos desarrolladas, concretamente las que tengan una renta per cápita inferior al 75% de la media de la Unión Europea, ya que el objetivo último de estas ayudas es la de superar las desigualdades estructurales entre los diferentes países de la Unión Europea. Las Pyme Españolas han sido la más beneficiada de estas ayudas desde el momento de su creación en 1993 con el desarrollo del Tratado de Maastricht (Sánchez,2004). Concretamente, las ayudas percibidas por España han sido de 14.229 millones de euros en el año

1993; 34.449 millones en el periodo 1994-1999 (a precios del año 1994) y 56.205 millones de euros en el periodo 2000-2006 (a precios año 1999). Por regiones, son Andalucía (18.8%), Castilla León (10.3%) y Galicia (10.6%) las beneficiarias de los fondos ([Servicio de Estudios de la Caixa, 2006:63-65](#); [Torres y Sala, 2006:6](#)).

Estos fondos estructurales se encuentran englobados en la política regional de la Unión Europea dentro de los fondos comunitarios junto con las otras dos grandes acciones que desarrollan el Banco Europeo de Inversiones y las iniciativas comunitarias: los Fondos Europeos de Desarrollo Regional (FEDER) y la iniciativa JEREMIE (recursos europeos conjuntos para las microempresas y pequeñas empresas), diseñada en el 2007 con el objetivo de mejorar el acceso a la financiación de las Pymes en las regiones menos desarrolladas, así como contribuir a la creación de nuevas empresas, en especial, en sectores de actividad innovadores.

En tercer lugar, se encuentran los instrumentos financieros gestionados por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) y el Fondo Europeo de Inversiones (FEI). Dentro de los instrumentos financieros destacan los establecidos por el *programa para la innovación y el espíritu empresarial*, que aporta fondos al capital propio de las empresas a través de la fórmula del capital riesgo del FEI, así como fondos ajenos mediante el denominado mecanismo de garantías. El FEI realiza inversiones en fondos de capital riesgo privados, establecidos en los distintos países de la Unión Europea y en viveros de empresas que apoyen a las Pymes que se encuentren en sus fases iniciales o tengan una vocación tecnológica. Su objetivo es incentivar al capital privado a obtener participaciones minoritarias en el capital riesgo y así dinamizar la creación de empresas.

Por otro lado, el FEI dentro del sistema de garantías ofrece desde préstamos (incluido el arrendamiento financiero) a las Pymes (con el respaldo del BEI) hasta avales dentro de operaciones de titulización de préstamos, con el objetivo de incrementar la cantidad de crédito disponible. Concretamente, el FEI se encarga de ofrecer garantías de segundo nivel a CERSA en las operaciones con entidades de garantía recíproca, reforzando el sistema de garantías de crédito español. El nivel de contragarantías del FEI respecto al riesgo asumido por CERSA se sitúa en el 35% de las operaciones financieras a largo plazo otorgadas a empresas con menos de cien trabajadores.

En relación al mecanismo de titulación de préstamos, se trata de un proceso de desintermediación bancaria en el mercado de capitales con la intención de movilizar y reutilizar préstamos otorgados previamente por el sistema crediticio ([García Tabuenca, 2003:413](#)). La operativa consiste en que las entidades de crédito cedan parte de los préstamos concedidos y registrados en sus balances a un fondo de titulización específico, denominado FTPYME, que transforma ese préstamo en bonos y obligaciones que se colocan entre inversores privados como instrumentos de inversión. Las entidades financieras reciben el cobro por la venta de los títulos emitidos por parte del fondo,

generando una liquidez inmediata que les permite conceder nuevos préstamos a las Pymes. El FEI apoya las operaciones que se realicen en España procedentes del FPYME, garantizado el pago de interés y la devolución del principal de los tramos de riesgo medio de la cartera de bonos, denominada en terminología financiera *mezzanine* (De la Mata, 2005:67).

Una vez que se han descrito los principales instrumentos financieros, tanto nacionales como europeos, y a modo de conclusión, se exponen a continuación dos debilidades detectadas en las actuaciones de las políticas públicas de apoyo a la promoción de nuevos emprendimientos. En primer lugar, estas políticas centran sus soluciones en las alternativas de productos de financiación y, en menor medida, en propiciar un entorno y unas condiciones económicas que den seguridad a un conjunto de inversores que se encarguen de dar estabilidad a la marcha del negocio. Así mismo, se debería reforzar y fortalecer los servicios de apoyo y consultoría a las Pyme, con una óptica cada vez más regional que se adapte a las circunstancias específicas de cada territorio.

En segundo lugar, el otro problema al diseñar cualquier ayuda pública concedida para la creación de una empresa o impulsar la actividad emprendedora es la delimitación precisa del objetivo al que se dirige. Pueden concurrir destinatarios distintos de los previstos. Por ejemplo, empresas con varios años de implantación pueden crear nuevas empresas para aprovecharse de las potenciales ayudas que se brindan, o mediante escisiones del negocio, se adquiere nueva personalidad jurídica, lo que perjudica a aquellos proyectos empresariales que sí necesitan verdaderamente los fondos para poder llevar a cabo su actividad empresarial. El hecho de no establecer una definición precisa del público al que se dirige una ayuda y del contenido de las mismas puede provocar una duplicidad de los fondos. Por tanto, el mantenimiento de políticas eficientes y equidistantes hace necesario el establecimiento de medidas que garanticen un buen aprovechamiento de las ayudas por parte del mayor número de beneficiarios, por lo que se establece la compatibilidad de las ayudas públicas pero bajo ciertas restricciones. Así, por ejemplo, las líneas del ICO son compatibles con otras ayudas otorgadas por otros organismos siempre que se respete la normativa comunitaria, que se encuentra sometida a la *regla de minimis*, por la que no se pueden acumular ayudas públicas por importe superior a 200.000 euros, en un periodo de tres años a contar desde la recepción de la primera de estas ayudas. (Reglamento CE núm. 1998/2006 de 20 de diciembre de 2006).

5. Otras alternativas a la financiación.

Una vez que los problemas iniciales de acceso a la financiación pueden haber sido minimizados gracias a la actuación de las instituciones públicas, en la fase de crecimiento y consolidación de la empresas es necesario que se produzca una sustitución en la procedencia de los fondos, y sea el sector privado el que asuma la financiación, dejando los fondos públicos para las empresas que realmente tengan dificultades para acceder al sistema crediticio. En este apartado se analiza el fenómeno del mercado bursátil para las Pymes y los procesos de fusión y adquisición entre Pymes,

como alternativas a considerar para incrementar o mejorar el acceso a los recursos financieros en la fase de crecimiento y consolidación de la empresa. La primera de ellas es una decisión que busca fortalecer la autonomía financiera de la empresa al incrementar su volumen de recursos propios, mientras que los procesos de fusión es una decisión empresarial, que además de considerar elementos estratégicos, como reducción de costes, explotación de nuevas oportunidades, etc., supone una ventaja financiera dado al tamaño empresarial y a la reducción de las asimetrías informativas en el mercado, reduciendo las barreras de acceso, especialmente las del mercado crediticio, al que individualmente no se hubiera, o con grandes dificultades, tenido acceso.

5.1. Los mercados de valores para pequeñas y medianas empresas.

La financiación que pueden conseguir las Pyme a través del mercado de valores es una asignatura aún pendiente. El acceso al mercado bursátil está reservado a las grandes empresas por su mayor facilidad para cumplir con los requisitos exigidos para cotizar, así como por poseer un atractivo para los potenciales inversores en términos de cifra de negocios e imagen corporativa. No obstante, en España, la Sociedad de Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha desarrollado el Mercado Alternativo Bursátil español (MAB) que permite el acceso al *parqué* a empresas que busquen expandir sus negocios, pese a que cuenten con una reducida capitalización bursátil. De este mercado se tienen buenas expectativas a pesar de los discretos resultados que obtuvo el “segundo mercado” que se desarrolló a mediados de los años ochenta en España (1982 en la Bolsa de Barcelona y en 1986 en las Bolsas de Madrid, Bilbao y Valencia) y en el resto de países europeos (Hierro, 2001:156-200) (caso del *Unlisted Securities Market* en Inglaterra, el *Geregelter Markt* en Alemania, el *Second marché* en Francia, el mercado *ristretto* en Italia, el *parallelmarkt* holandés, y el mercado EASDAQ para toda Europa). Las causas del fracaso de los mercados bursátiles para Pymes europeas, salvo Reino Unido, se encuentran en el alto coste de colocación de los valores y el escaso volumen de negociación con la consecuente ausencia de liquidez.

Internacionalmente, el mercado de referencia es Estados Unidos, en especial, el *Nasdaq Stock Market*. Creado en 1971, hoy se configura como el segundo mercado a nivel mundial en términos de negociación (en millones de dólares). Este mercado funciona bajo el sistema de “*market-makers*” que negocian, de forma electrónica a través de anotaciones en cuenta y en tiempo real, cualquier tipo de valor independientemente de la plaza mundial en la que se encuentre. Este aspecto le trasfiere una transparencia y flexibilidad que lo ha convertido en un referente a seguir por muchos mercados europeos en el desarrollo de nuevos mercados sectoriales y más especializados (Posner, 2004:24-32; Samitas y Kenourgios, 2005:365-368).

En Europa son destacables las plazas de Londres y París en la que ya cotizan empresas con bajos niveles de capitalización. Son los conocidos como el mercado “*Alternative Investment Market*” (AIM) de la Bolsa de Londres operativo desde el mes de junio de 1995, y el mercado “*ALTERNEXT*” de París, activo desde mayo de 2005. En España el MAB fue aprobado por el

consejo de ministros el 30 de diciembre de 2005, permitiendo la cotización en una primera fase a las SIVAC (Sociedades de Inversión de Capital Variable). Sin embargo, los cambios legislativos introducidos en 2006 relativos a las Instituciones de Inversión Colectiva no obligaban a las mismas a cotizar, dejando libre el acceso a las entidades de capital riesgo y a las Pymes, las cuales accederían no a través del primer mercado, sino mediante un sistema de negociación más flexible, menos costoso y adaptado a ellas. Desde el 18 de marzo de 2008 fue aprobado por la CNMV. De las experiencias internacionales se deduce que las ventajas inmediatas que pueden obtener las Pymes que coticen en éste mercado son un incremento en su cifra de beneficios y una mayor capacidad para afrontar procesos de diversificación, con la consecuente generación de empleo asociada. Este último factor, ante el actual escenario económico, debería ser determinante para que la administración pública incentivase su desarrollo, como aportación que ayudase a superar la crisis (Cano et al, 2008:18). Así, el 3 de Julio de 2009 la empresa Zinkia ha obtenido el informe favorable para su incorporación.

La salida a cotización en este mercado requiere una fase previa de elaboración y presentación de informes y documentos. Entre la información a elaborar es importante un diseño atractivo del plan de negocios y estratégico de la compañía, que focalice la atención en los flujos de efectivo y beneficios esperados, la formulación de los estados contables lo más fiel posible y con total transparencia, así como el informe de la solicitud de admisión, en el que se haga constar la elección de los asesores y el bróker que se encargara de intermediar en nombre de la compañía. Una vez recopilada y tratada esta información la compañía está lista para solicitar su admisión a cotización. Cuando la Pyme quiere solicitar su cotización debe elaborar un documento denominado “*Documento de informativo de incorporación*” en el que de forma obligatoria deberá informar, entre otras magnitudes, de las actividades principales de la empresa, situación financiera y patrimonial de los últimos años (mediante las correspondientes cuentas anuales), la composición de su equipo directivo y de sus principales accionistas (acciones emitidas y poseídas por cada uno de ellos), así como la composición de sus principales derechos de cobro y contingencias previsibles declaradas. La transparencia y la veracidad de la información se logran a través de los informes independientes de los auditores, que deberán verificar las cuentas anuales presentadas. Jenkinson y Ramadorai (2007) pusieron de manifiesto en un estudio para el AIM la importancia y la alta valoración que los inversores conceden a la estricta regulación informacional de este mercado. Por otro lado, la reputación y la seguridad vendrán dada por el asesor registrado que avale a la empresa. Una vez cumplimentada la solicitud de incorporación, el MAB evalúa la solicitud, comunicando la resolución que acuerden a la empresa. Si la solicitud es admitida se produce la incorporación efectiva en el boletín de cotización, se asigna a la empresa un código ISDIN y finalmente se le incorpora al registro de anotación en cuenta. Todos este proceso de detalla en la circular MAB 1/2008 de requisitos y procedimientos para la incorporación de acciones de empresas en expansión.

Los requisitos que se han establecido para solicitar la incorporación a este mercado son contar con un capital desembolsado al 100%, sin restricciones en la transmisibilidad de las acciones y tener las cuentas auditadas. La colocación de los títulos podrá realizarse a través de una oferta pública de venta (OPV) o *listing* (en esta modalidad los títulos comienza a cotizar sin necesidad que los antiguos propietarios se desprendan de sus acciones), con un importe mínimo de *free float* de 2 millones de euros, además de contar con un asesor registrado que compruebe el cumplimiento de todos los requisitos, que actuará de intermediario entre la Pyme y los órganos gestores del mercado. Este agente se encarga de ayudar a las Pymes a conseguir y vigilar el cumplimiento de los requisitos financieros y legales exigidos. Podrán asumir este papel entidades de crédito, aseguradoras y profesionales que se inscriban en un registro creado por el CNMV en el que se acredite las garantías y la experiencia suficiente para llevar a cabo tales funciones. La negociación es de forma electrónica mediante anotaciones en cuenta. Estos requisitos pueden consultarse en la página web: <http://www.bolsasymercados.es/mab>. En el cuadro 2.8 se presenta un resumen de las principales características (ente regulador, necesidad de capitalización mínima, etc.) que define al MAB respecto al AIM y Alternext.

Cuadro 2.8. Características de los mercados bursátiles de Reino Unido, Francia y España.

Característica	AIM	Alternext	MAB
Ente regulador	London Stock Exchange	Euronext Paris S.A. (mercado organizado multilateral)	Bolsa y Mercados Españoles y CNMV
Número mínimo de acciones	Sin límite		
Historial de cotización	Sin antigüedad de cotización requerida		
Capitalización mínima	No se exige (ideal superior a 20 millones de euros)	Mínimo de 2,5 millones de euros	2 millones de euros de capital flotante libre
Intermediarios	Nominated Adviser y un broker	Depositaria central de las acciones y Listing Sponsor	Asesor registrado
Alcance internacional	Mercado mundial	Mercado Paneuropeo	Mercado local
Liquidación	Sistema electrónico (CREST)	Sistema electrónico	Sistema electrónico
Auditorias	Carácter anual	Carácter anual según las NIIF	Carácter anual según las NIIF
Otras	Cualquier forma jurídica	Sociedades anónimas	Cualquier forma jurídica
Vía de acceso	Oferta Pública de venta (OPV)	OPV, Colocación privada o admisión directa	OPV ó OPS
Gastos de acceso	Costes de asesores y comisiones de los agentes de bolsa	Costes de asesores y comisiones de los agentes de bolsa	Más reducidos que el acceso al primer mercado
Informes no auditados	Estados provisionales Semestralmente		
Folleto informativo	No es necesario si la emisión se realiza a socios institucionales	Acreditación de su presentación frente Euronext	Depositado en la CNMV o documento informativo ante el MAB
Tratamiento fiscal	Modificaciones en la ley de sucesiones y las plusvalías	Modificaciones en la tributación de las plusvalías	Sin modificaciones reglamentarias previstas

Fuente: Elaboración propia y www.bolsasymercados.es/mab; www.alternext.com y www.londonstockexchange.com

5.2. Los procesos de fusión y adquisición entre Pymes.

Las fusiones y adquisiciones de empresas (F&A) en los distintos sectores económicos son una de las alternativas de crecimiento que las empresas han venido desarrollado intensamente en los últimos años, tanto en los mercados financieros nacionales como internacionales. El año 2007 fue el periodo en que más operaciones se registraron a nivel mundial, alcanzando los 3.2 billones de euros, de los cuales 1.2 billones se corresponden con operaciones realizadas por sociedades europeas, y más concretamente 166.767 millones de euros se deben a las 1.141 operaciones españolas anunciadas, situando a España como uno de los países más activos en este tipo de procesos (Dealogic,2008; Thomson Financial,2008; Atlas Capital,2008; Zozaya,2007:14,20). Sin embargo, estos procesos empresariales comienzan a desarrollarse paulatinamente entre las Pymes (Aiginger y Tichy, 1991:83-87). Esta razón, unido a la escasa información de las empresas no cotizadas, ha provocado que la investigación económica se centre en el análisis y las repercusiones económicas de las combinaciones de negocios de las grandes empresas, en especial de las cotizadas (Mascareñas y Abellán,2004; Shleifer y Vishny,2003; Alcalde y Espitia,2002), dejando relegado el estudio de estos procesos corporativos en las empresas de menor dimensión.

La actual situación de crisis económica, los avances tecnológicos y los procesos de deslocalización exigen alcanzar un tamaño suficiente que permita competir y sobrevivir en entornos cada vez más globalizados e inestables. Sin embargo, no debe caerse en el error de pensar que sólo con un tamaño mayor se logre incrementar la competitividad de la empresa. La efectividad de esta medida pasa por ejecutarla acompañada de un profundo proceso de reestructuración interno. Resulta necesario considerar el estudio de las F&A de manera interdisciplinar. Así, desde una perspectiva financiera es posible determinar el perfil de las empresas objeto de adquisición ó los ratios económicos que mejoran/empeoran tras el proceso. Además, los efectos de las fusiones no deben valorarse con una visión de corto plazo (mejora de costes, alcanzar un mercado potencial, eliminar o reducir la competencia) sino a largo/medio plazo.

5.2.1 Evolución histórica de los procesos de fusión y de adquisición.

Según las investigaciones realizadas por McCann y Gilkey (1990:10-23) y Gaughang (1994:1-4) es posible distinguir cuatro grandes oleadas de fusiones.

1. La primera oleada, dominada por procesos horizontales, entre empresas pertenecientes al mismo sector, tuvo lugar a comienzos del siglo XX en Estados Unidos. Esta se tradujo en la creación de grandes monopolios (American Tobacco, US Steel o Unilever).
2. La segunda oleada se concentró principalmente en Europa durante los años 20. A diferencia de lo sucedido en Estados Unidos, los procesos que predominaron en esta ocasión fueron los de tipo vertical, cuyo objetivo era asegurar el suministro de materias primas. En España estas fusiones se produjeron entre empresas cementeras principalmente. En las empresas

- anglosajonas destacó el papel de la banca al comprometerse con estas transacciones, dando lugar a la creación de empresas de mayor dimensión (General Motors o Standair Oil).
3. La tercera oleada se produjo a mediados de los setenta. Esta se caracterizó por la creación de los grandes conglomerados empresariales americanos, con intervención de empresas procedentes de distintos sectores. Por su parte, en Europa la motivación de las fusiones se orientó a alcanzar un tamaño adecuado para poder competir con las grandes empresas americanas, en un contexto que poco a poco comenzaba a globalizarse.
 4. En la década de los ochenta las fusiones se hacen transfronterizas, adquiriendo Japón un papel importante. La finalidad fue principalmente la reducción de costes, para beneficiarse de los procesos de desregulación de varios sectores de actividad en los Estados Unidos ó para prepararse al mercado único en el caso europeo (Garrido, 1996). Además, se desarrollaron otras formas de adquisición, en especial, las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) de carácter especulativo, el desarrollo de las operaciones de *leverage buy-out* (operaciones de compra con un elevado grado de apalancamiento financiero) y los *management buy-out* (compra de las compañías por los propios directivos de la misma).

Por tanto, los procesos de F&A que se han ido produciendo a lo largo de las últimas décadas se caracterizan por motivaciones distintas a las actuales, tal como se aprecia de la comparación entre las que se han producido al comienzo del siglo XXI y las acontecidas en los noventa (Chatterjee, 1986:119-125; Bergman, Jacobsson y Razo, 2003:4-9). En las primeras, la preocupación se centra en alcanzar una posición de dominio en el mercado a través de operaciones con empresas del mismo sector, con el consecuente incremento de capacidad que permitiera lograr economías de escala y buscar el liderazgo del mercado nacional. Sin embargo, desde los noventa y hasta finales de 2007 la situación ha cambiado. Tras los estrictos planes de ajuste para eliminar o reducir excesos de capacidad, rebajar los perfiles de riesgo y mejorar las estructuras de costes, las empresas gozaban de liquidez y, favorecidas por el ciclo económico, con unos bajos tipos de interés, buscaron dar salida a esa liquidez por medio de la compra de otras empresas, a las que rentabilidad interna que se le exigía no debía de ser muy alta para superar el tipo interés del mercado. Desde finales del 2007, en especial, la progresiva destrucción de la solvencia de las empresas puede provocar una nueva oleada de fusiones como forma de supervivencia ante la crisis.

Nacionalmente, los procesos españoles irrumpieron con fuerza durante la cuarta oleada de fusiones descritas, como consecuencia de la incorporación de España a la Unión Europea. El tratamiento fiscal de los procesos de concentración se configuró como un elemento favorecedor de las mismas, al articular beneficios fiscales con bonificaciones de hasta el 99% de los impuestos inherentes a la transacción siempre que la entidad resultante acogiera la forma de sociedad anónima (Ley 76/1980 de 26 de diciembre). Así, durante 1981 se acogieron un total de 407 empresas, esto es, el 83% de los expedientes que se presentaron ante la secretaria de Estado de Hacienda (Domínguez; 2000:110-

115). Estas operaciones apenas se realizaron con capitales de la Unión Europea, lo que puso de manifiesto la falta de interés de los inversores extranjeros por esta vía de acceso al mercado español, por los problemas adicionales de coordinación jurídica, social y cultural. En los años noventa, la armonización de las normas europeas, en especial la fiscal, supuso un cambio en los beneficios de las normas anteriores, en el impuesto de sociedades básicamente, pasando de una situación beneficiosa para las fusiones a crear un marco neutral a tal operaciones (Directiva 90/434/CEE de 23 de julio de 1990 adaptada en España a través de la ley 29/1991 de 16 de diciembre y posteriormente con la ley 43/1995 de 27 de diciembre). Las fusiones experimentan una fase expansiva hasta 1993 y una fase regresiva desde 1994 hasta 1996, momento a partir del cual se produce la incorporación a estos procesos de las sociedades limitadas. En 1991 estas suponían apenas el 2% del total de empresas fusionadas, mientras que a principios del 2000 se situaban en el 40% (Sierra y Gómez, 2000:36-39). Las PYME -que suelen usar esta forma societaria mayoritariamente- empiezan a preocuparse por adquirir un tamaño suficiente para poder competir en el entorno económico en que se desenvuelven.

Por otro lado, las empresas españolas durante la época de los 90 tuvieron el papel de empresas “*objetivo*”, esto es, de adquiridas. Así, por ejemplo, durante el periodo 1992-1993 las empresas españolas sólo lideraron 14 operaciones (Blanco; 1995:118-119). Las empresas francesas fueron las más interesadas por las sociedades españolas, seguidas de inglesas y a menor distancia por las italianas. Fuera de la Unión Europea destacaban las compañías americanas. Por el contrario, los objetivos españoles se centraron en Portugal, Francia y Alemania en Europea e internacionalmente en América Latina, concretamente en Argentina (Caracho y Hugas, 2000:297). Tradicionalmente, las inversiones españolas se centran en países latinos, no sólo por razones de proximidad cultural e idiomática, sino por razones estratégicas, al lograr mayores márgenes y suponer un atractivo más para el resto de empresas europeas. Si se consideran las empresas cotizadas, en especial, Madrid y Barcelona, durante la segunda mitad de la década de los 90, el sector de la construcción fue en el que más procesos se produjeron, dada su aún reducida dimensión, seguido de la industria alimenticia, por la tendencia a la uniformidad en las pautas de consumo dentro de los países de la Unión Europea y la necesidad de defender sus intereses frente a las grandes superficies (Sierra y Gómez, 2000:40-41).

En macroeconomía existe una teoría explicativa de las fusiones denominada “*disturbance theory*” (teoría de la perturbación) defendida por Gort’s (1969), según la cual las fusiones son producidas por perturbaciones en la economía, dando lugar a las analizadas “olas” de fusiones. Los cambios en la economía causan un desplazamiento de las expectativas individuales, incrementan el nivel de incertidumbre y contribuyen a la búsqueda de alternativas para reducir el nivel de riesgo.

5.2.2 Motivos para realizar una fusión o una adquisición.

Entre los motivos que tradicionalmente han explicado los procesos de F&A pueden argumentarse los siguientes: el incremento de la competencia del sector, la necesidad de aumentar la cuota de mercado o la presencia internacional –por los grandes esfuerzos financieros que requieren estos proyectos de inversión –, etc. Un proceso de F&A posibilita una reducción de costes, derivado de las economías de escala alcanzadas o por medio de un mayor poder de negociación frente a proveedores y clientes, además de adquirir un mayor poder y control en el mercado, eliminando los riesgos de la competencia. Por tanto, podemos agrupar los motivos para adquirir o fusionarse con otra empresa en los puramente estratégicos, destinados a incrementar el valor para el accionista, y motivos subjetivos y de corte político/legales. Seguidamente se presenta una clasificación, adaptada de Domínguez (2000), Mascareñas y Abellán (2004) y Mascareñas (2005), de los motivos para acometer esta decisión:

1. Para competir en el mercado: A su vez realizamos una clasificación de las causas que explican esta motivación atendiendo al nivel geográfico del mercado:

1.1 Mercado nacional: Los procesos de F&A permiten una reducción de costes a través de las economías de escala y la distribución de los costes fijos, al utilizar con mayor racionalidad económica las capacidades disponibles. La complementariedad de recursos puede lograrse en cualquier área de la empresa, no sólo en las de carácter más técnicas o productivas, como, por ejemplo, en las propias de marketing -en el aprovechamiento de una buena gestión de la red comercial-. El crecimiento que se consigue tiene implicaciones en una serie de variables internas de la empresa, que contribuyen a generar las denominadas economías de escala. Parta [Bueno y Morcillo \(1993: Capítulos 2,7 y 11\)](#) estas variables se agrupan en:

1. Variables de carácter cognitivo (incorporación de conocimientos sobre nuevas formas de producir, mejoras en sistemas de producción, implantación de innovaciones tecnológicas, etc. que consigan racionalizar los procesos de diseño y elaboración de productos/servicios).
2. Variables financieras: con una mayor facilidad para acudir a fuentes de financiación ajenas, en especial, a recursos procedentes del sistema crediticio.
3. Variables comerciales: Al realizar campañas de promoción o seleccionar los canales de distribución es donde más se pueden notar las ventajas de este tipo de procesos.
4. Variables dispositivas y estratégicas: el adquirir un tamaño mayor implica optimizar los recursos, lo que lleva aparejado una labor de dirección más eficiente y profesionalizada.

Resulta de interés detenerse en las implicaciones que estos procesos pueden suponer para las Pyme. Una de las motivaciones para acometer el proceso de fusión se encuentra en la necesidad de disponer de tecnología avanzada y conocimientos innovadores, especialmente, las empresas que

precisan disponer en todo momento de los últimos avances tecnológicos – empresas farmacéuticas o telecomunicaciones- y del alto coste del desarrollo de las mismas. De esta forma, las Pyme pueden alcanzar una ventaja competitiva, al cooperar en el desarrollo de inversiones colectivas de I+D+i relacionadas con la eficiencia de sus sistemas productivos o con la utilización conjunta de centros de calidad o de innovación industrial (Fernández, Montes y Vázquez; 1996:143-144).

Por otra parte, un reducido grado de autonomía financiera –medido a través de la relación entre los fondos ajenos con coste respecto al total de fondos propios- puede ser un aliciente importante para las Pyme para aliarse con otras empresas que cuentan con una ratio más elevado. Las empresas con las que fusionarse deben de contar con excesos de liquidez o con una capacidad de endeudamiento a costes reducidos para permitir la expansión de nuevas inversiones. Según lo expuesto anteriormente, las entidades financieras están mejor predisuestas para conceder financiación a tipos más reducidos cuanto mayor sea el volumen de la empresa, por las señales implícitas de menor riesgo y de reconocimiento empresarial. En otras ocasiones, el acceso a ciertos concursos de carácter público exige que las empresas que concurren cuenten con una elevada cifra de capital y garantías. En las constructoras se suele recurrir a procesos de asociación empresarial, no de concentración, a través de las Uniones Temporales de Empresas.

Para las Pyme consolidadas, con productos maduros en el mercado, una F&A pueden ayudar a ampliar y diversificar su gama de productos actuales de la empresa, para así evitar la muerte del producto o preparar el lanzamiento de un nuevo producto al mercado (Santesmases;1999:441-448), o simplemente buscan incrementar su cuota de mercado a través de las concentraciones de tipo horizontal. Al colaborar se alcanzan sinergias positivas, acumulando el conocimiento del sector, pero para logra el éxito se debe proceder a una posterior fase de saneamiento en la que se eliminen todas las duplicidades, tanto de personal como de instalaciones y capacidades.

1.2 Mercado Internacional: La madurez de los mercados nacionales obliga a las empresas a buscar salida a su producción a nivel internacional. Para penetrar en un país extranjero pueden seguirse estrategias de exportación o bien sistemas de asociación, mediante acuerdos de cooperación con empresas locales a través de concesiones de licencias de patentes, franquicias, etc., o una tercera vía es a través de la inversión directa. Si se elige esta última vía, debe tenerse en cuenta todo un conjunto de factores estratégicos, tales como la disponibilidad, costes de la implantación física, facilidad de acceso a las materias primas, existencia de personal cualificado, dotación industrial de la zona, infraestructuras-comunicaciones, normativa legal del país, desarrollo social y económico de la zona, etc. (López y García, 2004:53-56). Por todos estos factores, resulta más fácil acometer la inversión mediante la colaboración con otras empresas ya establecidas en el país de destino, por todo el tiempo que se gana, no sólo en términos operativos sino también por el adelanto que se adquiere frente a los competidores. Un exponente de esta situación se produjo con

las empresas de telefonía europeas que se establecieron en España a través de la cooperación con otras empresas ya establecidas -*France-Telecom* realizó una alianza con la antigua, ya extinguida, *Retevisión*-.

Las alianzas con empresas establecidas en el extranjero permiten dos tipos de estrategias: por un lado, superar las barreras de acceso a los nuevos mercados y de otro, reducir los costes al distribuir las actividades entre diferentes países, de tal forma que las actividades de producción se externalizan donde los factores sean menos costosos y se imputen los beneficios donde la presión fiscal sea más laxa. Entre los factores que han impulsado la superación de las barreras nacionales a través de las F&A destacan: la implantación del euro, la eliminación de las barreras entre los estados miembros y la presión de la Unión Europea, al exigir la rotura de los mercados protegidos y la eliminación del amparo financiero de los estados nacionales sobre las empresas públicas. Este último factor supuso en primer lugar un proceso de privatización y, en segundo, un proceso de concentración entre empresas privadas para mejorar la gestión y eficiencia de las antiguas empresas públicas (Cuervo,2004:149-153). También, los factores medioambientales tienen una fuerte influencia. Cuanto más restrictivas sean la legislación de un país en protección del medio ambiente, las F&A permiten alianzas con empresas ubicadas en territorios con legislaciones más permisivas o con instalaciones adecuadas a las normativas².

Por otro lado, para garantizar el suministro de recursos y/o controlar las fases de un proceso productivo, las F&A pueden realizarse integrando verticalmente los distintos procesos de una cadena de valor. Por ejemplo, las empresas del sector manufacturero que necesiten materias primas naturales pueden optar, para que el proceso de producción sea menos costoso y controlar una fase que considera esencial, integrar al proveedor a través de un proceso de F&A. Estas operaciones son las que con más frecuencia se realizan en el exterior de país, y concretamente España con América Latina (Martínez y Tejerina; 1999:134-136).

2. Por motivos personales:

Tal como señala la teoría de la agencia, los gestores/directivos de la empresa pueden encontrar incentivos personales en los procesos de F&A, en su afán de incrementar su prestigio, su poder y su remuneración, al gestionar empresas de mayor dimensión. Los objetivos de los propietarios suelen ser distintos del de los gerentes, ocasionando perjuicios para aquellos. Si los responsables de la empresa estuvieran preocupados por maximizar el valor de las acciones en el mercado, tendrían un claro incentivo para intentar incrementar su reputación y la de la empresa, de tal manera que lograrían aumentar la credibilidad del mercado, favoreciendo una expansión en la riqueza de los

² Este motivo ha sido analizado por la Fundación general de la Universidad de Alcalá a través del *Proyecto Biodiversidad*, que trata de examinar como las PYMES son capaces de crear estructuras medioambientales.

accionistas. Esta situación sería la óptima, pero han tener en cuenta dos elementos adicionales: la dimensión temporal y las motivaciones personales.

A corto plazo podría darse una situación de coincidencia aparente de objetivos, esto es, a los gestores puede interesarles mejorar la reputación de la empresa dentro del mercado para alcanzar mejoras inmediatas. Sin embargo, esto puede conducir a tomar decisiones contrarias a los intereses de los propietarios, por ejemplo, ante inversiones coyunturales, que no son beneficiosas para los propietarios a largo plazo, pero si producen efectos positivos a corto plazo en el prestigio de los *managers* de la compañía, así como un mayor poder de negociación en la fijación del sueldo y el mantenimiento de su status jerárquico (Ayala; 2000:35-36). Por tanto, la construcción de su reputación afectará a los riesgos que la empresa asume y a los proyectos de inversión que se inician, pasando el objetivo financiero a un segundo término, en pro del objetivo personal. Uno de los primeros investigadores que puso de manifiesto esta situación fue Baumol en el año 1959.

3. Por motivos político/legales:

Las administraciones públicas han promovido un conjunto de medidas que estimulen los procesos de concentración de empresas, a través del desarrollo de una normativa específica en el marco jurídico español y europeo mediante la creación de incentivos fiscales (ley 76/1980 sobre el régimen fiscal aplicable a las fusiones y la directiva 2005/56/CE sobre fusiones transfronterizas de las sociedades de capital). La ley que más impacto ha tenido sobre las Pymes fue la ley 7/2003, que modifico la anterior ley de responsabilidad limitada, propiciando una mayor participación del capital riesgo en las concentraciones en pequeñas y medianas empresas, así como permitir la emisión de acciones sin voto. Desde un punto de vista fiscal, a una empresa le resultaría interesante la fusión con otra entidad que tuviera pérdidas elevadas para así compensarlo con el propio beneficio, o bien, por el afloramiento de las reservas de actualización de activos, surgidas tras el proceso de la fusión, que aumentasen las posteriores amortizaciones deducibles y simultáneamente conseguir una reducción del resultado fiscal por la enajenación de la capacidad productiva sobrante.

En resumen, todos estos motivos han dado lugar a varias interpretaciones de los procesos de F&A cómo una decisión empresarial racional, un proceso de crecimiento externo ó como un fenómeno macroeconómico. Sin embargo, dentro de la primera es posible agrupar cuatro teorías según se analicen los beneficios de la fusión para los accionistas o los directivos (Trautwein;1989:284-290). Son:

- La *teoría de la eficiencia*, defendida por Jensen (1986), que interpreta las fusiones como una estrategia para lograr sinergias de tipo financiero, para facilitar el acceso al crédito, y de tipo operativo, mediante las transferencias de conocimiento.

- La *teoría del monopolio*, que interpreta estos procesos como una forma de lograr poder de mercado, al limitar la competencia en el sector y establecer barreras a los competidores. Esta teoría es defendida por [Chatterjee \(1986\)](#) y [Porter \(1985\)](#).
- La *teoría de la evaluación*, que argumenta que las fusiones se plantean por asimetrías en la información. Hay directivos que tienen información privilegiada sobre el valor objetivo de la empresa. Y, conscientes de las ventajas que supone la fusión de su empresa con otra, pueden plantear una compra de la misma (management buy out). Entre los autores que la desarrollaron destaca [Steiner \(1975\)](#) y [Ravenscraft y Scherer \(1987\)](#).
- La *Teoría del proceso*, que argumenta la decisión dentro del proceso estratégico de la empresa. Sin embargo, la falta de información hace que la decisión se base en la propia experiencia o intuición de la persona, o incluso en su aversión al riesgo, sin atender a criterios racionales. Las principales investigaciones provienen de [Song \(1982\)](#) y [Walsh \(1988\)](#).

5.2.3 Evidencias empíricas. Escaso análisis empírico de las F&A de Pymes.

El análisis de los procesos de F&A en las empresa cotizada ha sido el objeto predominante de la investigación empírica y apenas existen estudios sobre estos procesos en empresas de escaso tamaño. Para la literatura económico-financiera, el objetivo final de todo proceso de F&A es la creación de valor para los propietarios –accionistas- de la empresa a través de la maximización de valor de la empresa. Esto se logrará cuando el valor de mercado de la empresa absorbente o empresa de nueva creación sea superior al valor, individualmente considerado, de las absorbidas o extinguidas ([Mascareñas, 2004:1-32](#)). En el mercado bursátil, la creación de valor de la empresa se puede medir a través de la denominada ratio Q, expresada como el valor de mercado de los fondos propios respecto a su valor contable. Un ratio superior a la unidad supone la existencia de fuentes de riqueza no contabilizadas, tales como intangibles, que puede impulsar a adquirir esa empresa ([Fernández et al., 1999:475](#)). Sin embargo, por el mayor acceso a la información, el análisis de la creación de valor se ha centrado en la figura del accionista y la evolución experimentada por el valor de las acciones tras el proceso de concentración. Para las empresas no cotizadas la creación de valor puede medirse a través de otras medidas de eficiencia en la gestión empresarial tales como la rentabilidad económica o la rentabilidad financiera.

Para conocer la relación económica-financiera existente entre las empresas participantes en un proceso de F&A de que aquellas que no han optado por estos procesos los investigadores han desarrollado modelos exploratorios, basados en técnicas univariadas y multivariadas. En España destaca el trabajo de [Colarte y Rodríguez \(2004\)](#). Los resultados de su investigación no son favorables a las fusiones, al menos considerando la relación económico-financiera subyacente en su muestra de estudio, formada por empresas españolas cotizadas de sectores no financieros. Para

conocer los efectos de la fusión ofrecen los resultados para los años posteriores a la fusión (a uno, dos y tres años después de la fusión). Concretamente, las empresas fusionadas presentan una mejora en su posición de mercado y en sus ratios de liquidez, así como un incremento de su estructura de endeudamiento a largo plazo. En relación a la rentabilidad, única variable que consideran significativa, las empresas fusionadas obtienen una menor retención de beneficios, concluyendo que los nuevos negocios adquiridos no fueron capaces de revitalizar la autofinanciación neta empresarial de las fusionadas. Igualmente detectaron que la productividad era menor tras el proceso. También resultan destacables los trabajos de [Apellaniz et al \(1996\)](#) así como los de [Contreras et al \(2002\)](#), [Cuesta et al \(2002\)](#) y [Sierra et al. \(2001\)](#), centrados en analizar los efectos de las fusiones en el sector financiero español.

Internacionalmente, las razones que explican los procesos de las F&A han sido ampliamente estudiadas, especialmente en el mercado anglosajón. [Singh \(1971\)](#) analizó una muestra de 77 fusiones habidas en el Reino Unido en el periodo 1955-1960. Utiliza medidas de rentabilidad, y encontró que en el primer año tras la fusión el 62,2% de las empresas fusionadas empeoraron su rentabilidad y dos años después el 57,1% experimentaron un peor nivel en este indicador. Por su parte, [Cable, Palfrey y Runge \(1980\)](#) estudiaron una muestra de 55 fusiones correspondientes al periodo 1964-1974 en Alemania Occidental. Concluyeron que las empresas fusionadas presentaban resultados superiores en términos de rentabilidad, pero poco significativos respecto a los resultados obtenidos por el sector, justificando la fusión como un mecanismo por el que ciertas empresas evitaban sus malos indicadores de rentabilidad fusionándose con empresas de sectores rentables. En los noventa, [Healy, Palepu y Ruback \(1992\)](#) estudiaron las 50 mayores fusiones ocurridas en Estados Unidos entre 1979-1984 empleando en este caso el *cash flow* relativizado respecto al valor de mercado de las acciones como indicador para medir las sinergias del proceso. Sus resultados fueron favorables a los procesos de fusión. A principios del siglo XXI destaca el trabajo de [Ghosh \(2001\)](#) que evalúa la *performance* operativa resultante de las operaciones de concentración utilizando una muestra de 315 pares de firmas adquirentes y adquiridas en operaciones de concentración norteamericanas ocurridas desde 1981 hasta 1995, aplica una metodología de datos de panel, no encuentran evidencias de incremento de la *performance* operativa después de las operaciones de concentración. Por su parte, [Colarte y Rodríguez \(2004\)](#) detectan que el *cash flow* se incrementa en las operaciones financiadas con dinero líquido, no así cuando se financian con acciones. La consideración del tamaño de las empresas que intervienen en las F&A implica tener que realizar ajustes a los datos, por las distorsiones y la escasez de información disponibles. Sin embargo, el impacto del tamaño sigue siendo una variable que todavía no ha sido bien considerada por la investigación empírica ([Keown y Fields;1988:76](#)).

A la hora de obtener datos cualitativos relativos a las fusiones es destacable el estudio elaborado por [Mascareñas e Izquierdo \(2000\)](#), en el que se pretendía analizar qué factores determinan a priori

la fusión y el resultado de la misma. Para el estudio seleccionaron una muestra con las 1.500 principales empresas españolas, para indagar en las motivaciones que conducen a realizar la F&A, obtuvieron respuesta afirmativa de sólo el 10% de los directivos, principalmente los de empresas de mayor dimensión y cotizadas. De sus conclusiones destacan dos valoraciones: la primera, que las operaciones con menor rendimiento han sido las relativas a búsqueda de la diversificación de las actividades y, en segundo, que aunque pueden reducirse los riesgos, estas no suelen crear valor para el accionista, al ser este último capaz de diversificar su propio riesgo seleccionando una cartera de inversiones compuesta por diferentes conjuntos de acciones. Las ventajas más relevantes que destacan son de tipo financiero, por permitir un aprovechamiento de los recursos del grupo, reducir la dependencia del mercado de capitales, aumentar la capacidad de negociación con las entidades bancarias, así como permitir la consolidación de las pérdidas fiscalmente de una unidad de negocio con los beneficios de las restantes. Por otra parte, señalan como las empresas de mayor tamaño son las que más operaciones de inversión han realizado en el pasado, y son además las que tienen una mayor intención de adquirir o integrar otras empresas. Sin embargo, se advierte que este resultado no es el esperado, ya que deberían ser las empresas pequeñas las que tuvieran una mayor preocupación por alcanzar un tamaño adecuado.

Según este mismo estudio (Izquierdo; 2001:327) las razones por las que se compran empresas en España radica principalmente en:

- La búsqueda del liderazgo en el sector, razón prioritaria por encima de la creación de valor y la obtención de rentabilidad para el accionista. La preocupación por alcanzar mayores cuotas de mercado obedece a la situación de la mayoría de las empresas, que se encuentran en sectores maduros o que convergen a la madurez con mayor rapidez que en décadas pasadas.
- Alcanzar sinergias productivas, así como una mejora de la empresa adquirida. Dentro de las sinergias que se pueden conseguir Ballarín, Canals y Fernández (1994) distinguen tres tipos de sinergias. La primera, relacionada con las ineficiencias, al originarse tras la fusión una empresa que opere más eficientemente; la segunda, de carácter operativo, que surge en aquellas actividades en las que existen economías de escala y se necesita de una demanda abundante para garantizar su supervivencia; y la tercera, las sinergias financieras.
- Otras razones de menor importancia, como incorporar productos complementarios, motivos fiscales, etc.

En el trabajo citado, también se pretende dar respuesta a la pregunta de por qué se venden empresas en España (Izquierdo; 2001:328-330). La motivación es reorientarse hacia actividades o sectores con mayor capacidad de potencial de crecimiento o rentabilidad, para maximizar la creación de valor para los accionistas. El resultado del trabajo de campo demuestra que en primer lugar hay que

centrarse en la actividad principal, y en segundo término buscar un realineamiento estratégico, para alcanzar una economía de diferenciación y de escala simultáneamente. Otra de las razones por las que se decide proceder a las desersiones es la de obtener financiación para llevar a cabo nuevos proyectos o reducir el nivel de endeudamiento. En otras ocasiones, los motivos de la venta son tratar de corregir una adquisición que finalmente no resultó exitosa o por la necesidad de liquidez de la empresa. También se señalan otros motivos como la incapacidad de superar el relevo generacional, por las dificultades detectadas en la gestión de los dispares objetivos de los diferentes grupos involucrados en la sucesión.

Otro de los estudios en los que se aborda el tema cualitativo a través de encuesta es el desarrollado por [Escobar y Lobo \(2005\)](#). Su investigación se centra en analizar el impacto sobre los sistemas de información, más concretamente los sistemas de control, como complemento a la contabilidad de costes. Sus resultados ponen de manifiesto como los sistemas de control cambian sensiblemente ante el cambio de propiedad que experimenta una compañía, en especial el sistema de *reporting* de los resultados y de evaluación de las inversiones. La principal aportación de esta investigación es la relativa al método de estudio, con la incorporación de cuestiones relativas a la psicología y la sociología para poder comprender de una manera más detallada el proceso de cambio organizativo, cultural, así como el cambio en los sistemas de control que suponen las fusiones y adquisiciones.

Las investigaciones también han analizado las causas por las que un proceso de fusión puede fracasar. Los principales factores por los que estos procesos, en una gran mayoría, fracasan o no llegan a realizarse pueden agruparse en cinco grandes bloques: barreras gubernamentales, barreras del ciclo económico, problemas personales, asimetría de información y motivos estratégico-organizacionales.

Las barreras gubernamentales, o la denominada “*acción de oro*” consiste en la capacidad para poder vetar determinadas fusiones de compañías privatizadas por parte del estado en función de sus necesidades, por ejemplo para proteger determinadas empresas internas. Otras barreras es la falta de consenso a nivel europeo para regular las OPAs entre empresas de la comunidad europea ([Hernández, 2006:157-159](#)). La principal barrera del ciclo económico es la desaceleración económica, que ha supuesto un freno para que las empresas ejecuten grandes operaciones. El objetivo en estas etapas no se centra en crecer, sino en mantener la posición en el mercado y cumplir objetivos de carácter más operativo que permitan corregir las discrepancias con el entorno. Los problemas personales se asocian con el desencanto de los inversores. Un ejemplo muy ilustrativo es el relativo al fracaso de las empresas puntocom y las empresas de nueva tecnología. El miedo a la incertidumbre del negocio es percibido por inversores y trabajadores. Los primeros pueden tener desconfianza en la F&A y prefieren destinar sus ahorros a medios más seguros. Los segundos, también puede desconfiar del proceso, lo que les puede llevar a plantearse abandonar la empresa después de la fusión, aunque el trato que se les haya dispensado hubiera sido bueno. A

esta actitud Holthausen y Sikora la denominan “*mentalidad del vencido*” (Knowledge Wharton; 2005). Las investigaciones realizadas para conocer la evolución de las fusiones arrojan que la tasa de fracasos se sitúa entre el 50% y el 80% del total de operaciones. Concretamente, estos autores concluyen que un tercio de las F&A generan valor para los accionistas, otro tercio destruyen valor, y el tercer tercio no alcanza las expectativas. Además, relacionan el fracaso de la fusión con las expectativas que tiene el mercado, en especial cuando la reacción del mercado es negativa, el resultado de la fusión suele estar en relación con la misma, esto es, suele acabar en fracaso.

Desde el punto de vista de las organizaciones, los procesos de fusión se ven con miedo, hay confusión y tensión por el gran número de despidos y jubilaciones anticipadas que traen consigo en su fase inicial, pero también posteriormente con la nueva plantilla que se crea, procedente de las distintas empresas, con el choque de culturas empresariales distintas (Banal-Estañol y Seldeslachts; 2004:8-10). Por otra parte, además de conocer en profundidad la empresa adquirida y el sector, es crucial una alta velocidad de ejecución, más concretamente en los aspectos vinculados con los empleados (despidos, modificaciones en las prestaciones, etc.) siendo imprescindible una alta capacidad de los responsables de la empresa para gestionar adecuadamente las resistencias (Galpin y Rendón; 2000:45-59), aprovechando los estilos de dirección y liderazgo, los sistemas organizativos o la comunicación informal en la organización.

En especial un tipo de fusión que fracasa es la realizada por motivos personales o defensivos por parte de la dirección, en especial, con acciones de endeudamiento para dificultar la operación y reducir el número de compradores. Esta estrategia, denominada *poison pill*, consiste en crear ineficiencias como mecanismo de protección contra las OPA, para que la empresa adquirente tenga que hacer frente a fuertes cargas financieras o por la rescisión de los contratos de los altos directivos. En otros casos, los inconvenientes pueden proceder de los accionistas, en particular, del denominado *free rider*, que es un accionista que pretende aprovecharse de la OPA lanzada por otro inversor (Grossman y Hart, 1980:42-46). La sobreestimación del valor de la empresa que se pretende adquirir es un error que puede llevar a no conseguir los resultados esperados (Roll, 1986:198-201).

Finalmente, en la tabla 2.1 se presenta un resumen con las principales investigaciones y evidencias empíricas en relación al estudio de las F&A, detallando el ámbito del estudio, conclusiones y tipología en la que podría encuadrarse en función de las descritas en el apartado 5.2.

Tabla 2.1. Resumen de las principales investigaciones desarrollada en el campo de las F&A

Autor/es (año)	Ámbito de estudio	Conclusiones	Tipología
Andrade, Mitchell y Strafford (2001)	Empresas cotizadas Estados Unidos. Periodo 1973-1998	Las fusiones como fenómeno económico (oleadas) y como estrategia de adaptación a los cambios tecnológicos y sectoriales.	Creación de valor para el accionista (ex - ante)
Jensen y Ruback (1983)	Estudios sobre empresas cotizadas en Estados Unidos	Las fusiones provocan ganancias para los accionistas de las empresas objetivo y resultan indiferentes para los accionistas de la adquirente.	
Bradley, Desai y Kim (1983)	Empresas cotizadas en NYSE	Las fusiones y adquisiciones pretenden controlar empresas infavaloradas en el mercado.	
Fernandez y Gómez-Ansón (1999)	OPA periodo 1988-1994 en España	Las F&A crean valor para las empresas objetivo. La creación es más que proporcional al cuanto menor es el valor en el mercado de las acciones.	
Fernandez Blanco y Garcia-Martin (2000)	Anuncios fusiones en prensa española	Los accionistas de las empresas objetivo obtienen ganancias anormales, mientras que los accionistas de la adquirente experimentan plusvalías sólo cuando adquieren empresas del mismo sector.	
Lozano, Miguel y Pindado (2003)	OPA periodo 1991-1995 en España	Para las empresas adquirentes no se crea ni se destruye riqueza. No existen evidencias de motivos sinérgicos o problemas de agencia en la fusión.	
Ravenscraf y Scherer (1989)	Rentabilidad de industrias EEUU, periodo 1957-1977	Analizan la rentabilidad de las empresas antes y después del proceso. Las ganancias obtenidas previas a la fusión se reducen al finalizar el proceso.	Creación de valor para el accionista (ex- post)
Kaplan y Weisbach (1992)	Rentabilidad de industrias EEUU, periodo 1971-1982	Tras el proceso de fusión, las adquieres ejecutan fuertes políticas de desinversión, eliminado aquellas inversiones que no generan valor para el accionista.	
Agrawal, Jaffe y Mandelker (1992)	Empresas cotizadas en NYSE y AMEX	Los accionistas de las empresas adquiridas sufren pérdidas cercanas al 10% durante los cinco años siguientes F&A.	
Gregory (1997)	Adquisiciones UK Periodo 1984-1992	Se producen pérdidas significativas para las empresas adquirentes. La pérdida se incrementa cuando se producen adquisiciones de empresa pertenecientes a otro sector.	
Alcalde y Espitia (2002)	OPAs en España (1991-1996)	Para las empresas no financieras cotizadas en bolsa que intervinieron en F&A no se aprecian mejoras. Y en el caso de existir sólo se produce cuando es en el mismo sector.	Motivos subjetivos
Berkovitch y Narayaman (1993)	Empresas cotizadas NYSE. (1963-88)	Si los resultados es positivos el motivo de la F&A es obtener sinergias. Si es resultado es negativo se trata de motivos de agencia o hipótesis <i>hubris</i> .	
Fernandez y Baixauli (2001)	Empresas cotizadas España (1990-98)		

Fuente: Elaboración propia.

5. Principales contenidos a destacar del segundo capítulo.

1. Los instrumentos financieros más utilizados por la administración pública para la mejora de la financiación de las Pymes y emprendedores son la bonificación al crédito bancario, las garantías (avales) crediticios y los microcréditos. Estos instrumentos, en comparación con las subvenciones a fondo perdido, poseen la ventaja del retorno de la financiación concedida
2. Los objetivos de las políticas públicas de apoyo a la financiación se diseñan con una perspectiva a largo plazo, con la intención de facilitar el acceso al crédito o aportar fondos al capital riesgo, a través de intermediarios financieros. El objetivo de estas ayudas persigue que, una vez superadas las dificultades de acceso al crédito, sea el mercado de forma directa el que dispense la financiación requerida en las etapas de crecimiento y consolidación de la compañía.
3. La cooperación entre las entidades públicas y el sector privado, como es el caso del ICO y de CERSA, trae consigo dos ventajas. En primer lugar, la capacidad para alcanzar a la totalidad de las Pymes del territorio nacional a través del uso de la red de oficinas bancarias (físicas o virtuales) y, en segundo lugar, la gestión privada por parte de las entidades financieras, que comparte el riesgo financiero con las instituciones públicas, favorece una asignación racional de los recursos, al realizar la asignación de los recursos según criterios de mercado y de recuperación de la inversión.
4. Dada la multiplicidad de ayudas e instrumentos financieros que se han diseñado en los últimos años, es conveniente para evitar una duplicidad de los fondos y penalizar a las empresas que realmente no puedan acceder a los recursos, que en el diseño de los instrumentos financieros se tenga en cuenta las fuentes de financiación públicas y privadas existentes disponibles, o la falta de las mismas en un sector concreto o región, con independencia de la aplicación del *minimis*.
5. El escaso desarrollo de las Sociedades de Capital Riesgo en España. El ámbito de estas entidades se circunscribe a las empresas con un alto componente tecnológico o un elevado riesgo de mercado.
6. La conveniencia de segmentar las ayudas públicas y ofrecer soluciones diferenciadas por sector de actividad, de forma análoga a las ayudas específicas del ICO a la producción cinematográfica o la exportación.
7. La actual crisis financiera y de liquidez de las empresas, con un progresivo desapalancamiento empresarial, otorga un peso importante a los fondos propios. En este sentido, el Mercado Alternativo Bursátil puede proporcionar estos capitales propios y es una alternativa a considerar para las empresas de alto potencial de crecimiento.
8. Entre las estrategias de crecimiento que pueden adoptar las Pymes para adaptarse al actual entorno, destacan en la última década las operaciones corporativas de concentración. Estos procesos permiten a las empresas participantes alcanzar un mayor tamaño empresarial. Entre las ventajas asociadas a la mayor dimensión destaca la mayor capacidad de negociación frente a entidades financieras, posibilitar la adaptación a cambios regulatorios o tecnológicos, y mejorar la capacidad competitiva de la empresa, en especial, frente a la competencia extranjera.