

Conclusiones y líneas futuras de investigación

“Mientras más busco una respuesta, más preguntas encuentro” Anónimo.

“Donde hay una empresa de éxito, alguien tomó alguna vez una decisión arriesgada”
Peter Drucker.



Capítulo
Sexto

6. Conclusiones y líneas futuras de investigación.

1. Introducción.

Esta investigación ha tenido como objeto central examinar, para el periodo 2000-2006, dos de las medidas de apoyo financiero a las Pymes promovidas por el Estado a través de sus entidades de fomento empresarial, esto es, la concesión de avales por parte de las Sociedades de Garantía Recíproca y los recursos financieros dispuestos a través de la línea Pyme del Instituto de Crédito Oficial. Estos apoyos facilitan el acceso a la financiación bancaria en cuantía y en condiciones ventajosas a las empresas que tienen un peor acceso a los mercados de financiación. Dentro del colectivo de Pymes se han considerado aquellas que tienen más dificultades para acceder a los recursos del sistema crediticio: las empresas de reciente creación (de menos de tres años de antigüedad) y emprendedores. Estos agentes en ocasiones no pueden acceder a la financiación ajena por ser consideradas como riesgos inadmisibles por las entidades crediticias o por el elevado coste financiero que tendrían que asumir en caso de conseguirla. Esta fase de puesta en marcha del negocio, o fase temprana, resulta de especial interés por ser aquella en la que se produce el mayor índice de fracaso empresarial así como por el momento en que se produce la mayor introducción de innovaciones en el mercado.

Por otra parte, la realidad de la Pyme de reciente creación y los emprendedores están estrechamente vinculados. El emprendedor es aquel individuo que al analizar el entorno detecta aquellas oportunidades que aún no han sido explotadas y que podrían explotarse eficientemente. Sin embargo, para acometer esta visión empresarial, como trabajador por cuenta propia, dispone de la figura de las Pymes. Estas unidades económicas se han convertido en una pieza clave para la mejora de la competitividad y de la creación de empleo. Una vez constituida la empresa es necesario que el emprendedor gestione de la forma más eficiente sus recursos, tanto técnica como económicamente, dentro del entorno cambiante y competitivo en el que desarrolla su actividad.

Los apoyos concedidos a estas unidades económicas se justifican por la capacidad de las nuevas iniciativas empresariales de generar empleo y contribuir a la riqueza y al desarrollo económico, es decir, son las responsables de mantener la cohesión social y económica de una región. No obstante, la transferencia de recursos que se produce desde las administraciones públicas hacia las empresas y empresarios beneficiarios de las ayudas públicas exige que estas obtengan mejores desempeños en su actividad económica. Debe cumplirse la función de adicionalidad de las ayudas públicas bajo los criterios de racionalidad económica y presupuestaria, que se alcanzan siempre que exista una relación positiva entre coste de las iniciativas públicas y la eficiencia de los beneficiarios.

La ordenación de los apartados de este capítulo final es la siguiente: tras esta breve introducción, en un primer apartado se ofrece un resumen de la investigación realizada que ordena los principales resultados obtenidos; el segundo apartado ofrece las principales conclusiones que se extraen de

integrar el conjunto de análisis efectuados, con especial atención a la verificación de las hipótesis e objetivos iniciales; en el tercer apartado se realizan algunas sugerencias y recomendaciones en el ámbito de la política económica y de fomento de la actividad emprendedora y se plantean, asimismo las futuras líneas de investigación.

2. Resumen de los principales resultados de la investigación.

2.1 Datos y metodología.

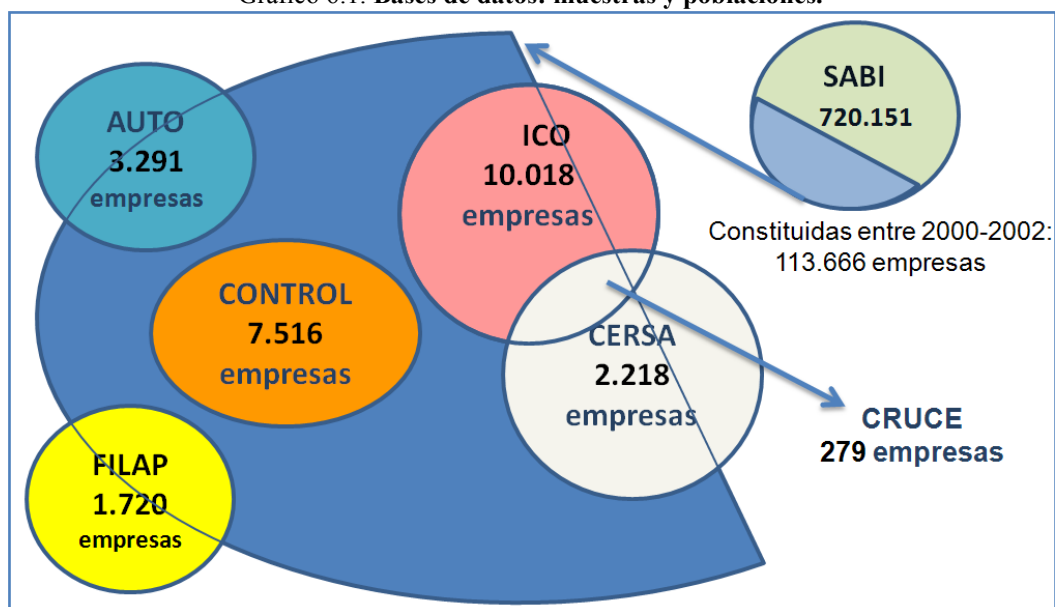
El análisis comparativo de los seis grupos de empresas con personalidad jurídica constituidas entre el año 2000-2002 parte, en primer lugar, de la identificación de las fuentes de información a partir de las cuales extraer sus principales indicadores económico-financieros. Las bases de datos utilizadas han sido las suministradas por la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA), entidad estatal que actúa como segunda línea de aval ante las sociedades de garantía recíproca; por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y por Informa, Información Económica S.A, que se encarga de la comercialización en España de la base SABI (Sistema de análisis de balances ibéricos) y de Amadeus (Analyse MAJor Database from EUropean Source), que recogen los estados financieros de más de un millón de empresas españolas y de más de diez millones de las empresas que depositan sus cuentas en los registros mercantiles. La elevada representatividad de las dos últimas bases de datos citadas en relación con la estructura empresarial de los distintos países, en especial el caso español y la base SABI, confiere consistencia y rigurosidad a los datos que se extraigan.

De las tres primeras bases de datos se han obtenido los seis grupos de estudio (gráfico 6.1). La primera base de datos ha permitido obtener la población de empresas que han conseguido algún aval de una SGR (2.218 empresas constituidas entre el 2000-2002 con datos en SABI). De la segunda base se ha extraído la población de empresas que han accedido a la financiación del sistema bancario a través de la Línea Pyme del ICO (10.018 con datos en SABI constituidas en el periodo 2000-2002). La intersección de ambas poblaciones indica el número de empresas que se han beneficiado simultáneamente de ambos sistemas de apoyo (279 empresas). Por su parte, de la base SABI se obtienen tanto el grupo de CONTROL (7.516 empresas), como muestra representativa de empresas con menos de tres años que no han obtenido apoyos financieros de SGR o ICO, y los dos grupos de comportamientos extremos, empresas que no recurren a la financiación ajena a corto plazo y se autofinancian (AUTO: 3.291 empresas) y empresas que cuentan con más del 75% de sus fuentes financieras con recursos ajenos a largo plazo (FILAP: 1.720 empresas). La definición de estos grupos permite el desarrollo de una metodología contrafactual, cuyo principal objetivo es detectar la posible relación causal existente entre las ayudas públicas concedidas y los desempeños empresariales, a través de comprobar la existencia de diferencias significativas entre las empresas que han recibido apoyos financieros públicos y las que no disponen de ellos. Por tamaño empresarial, la nota diferencial la proporciona CRUCE por ser la que acumula el mayor

porcentaje de pequeñas y medianas empresas (en torno al 45%) frente al resto de grupos analizados (18%).

Para las empresas seleccionadas se ha extraído información de sus estados financieros, con objeto de describir su estructura económico-financiera a corto y largo plazo, su gestión económica, liquidez -solvencia, y sus indicadores de eficiencia durante los siete años del periodo de estudio, 2000-2006. En conjunto se ha calculado el valor de 5.609.408 ratios (32 ratios \times 7 años \times 25.042 empresas). En relación con la rentabilidad económica y financiera, productividad, y EBITDA relativizado respecto el activo total y la cifra de negocios, se han tomado como representativas de la eficiencia empresarial al medir la remuneración del empresario y la correcta utilización de la inversión del activo, del capital humano y la capacidad para generar medios líquidos.

Gráfico 6.1. Bases de datos: muestras y poblaciones.



Fuente: Elaboración propia.

Por su lado, el análisis cualitativo se ha llevado a cabo mediante una encuesta dirigida a tres muestras: la primera dirigida a los beneficiarios de avales de una SGR, la segunda a los beneficiarios de la Línea Pyme del ICO, y la tercera a una muestra representativa de los empresarios que iniciaron su actividad a lo largo del periodo 2000-2005. Todas las muestras fueron diseñadas tras un proceso de estratificación proporcional por tamaños, agrupación territorial NUT-1 y por sectores de actividad. Las respuestas validas fueron de respectivamente de 401, 507 y 519 para la muestra de SGR, ICO y emprendedores. No obstante, es destacable la cantidad de acciones a desempeñar para conseguir un número de respuestas adecuado a las empresas que integran las diferentes muestras. Así, el número de llamadas telefónicas realizadas durante el periodo de encuestación hasta conseguir respuesta favorable han sido de 37.200 llamadas (10.000-SGR, 13.000-ICO y 14.200-emprendedores).

A través del análisis descriptivo de la encuesta se presenta el perfil y caracterización de los beneficiarios de apoyos públicos, en comparación con los que no han obtenido tales apoyos, así como la valoración que los empresarios hacen de los sistemas públicos de apoyo a la financiación, siendo complementado este análisis con técnicas AID y CHAID. Finalmente, un estudio factorial y *cluster* permite identificar los factores determinantes de la actividad emprendedora y los comportamientos estratégicos de los empresarios gestores de empresas de reciente creación.

2.2 Eficiencia de las empresas constituidas entre 2000-2002 beneficiarias de apoyos.

El objetivo de este análisis es obtener evidencias sobre el comportamiento seguido por los seis grupos de empresas identificados y detectar las diferencias existentes en función del origen del acceso, o no, a la financiación a largo plazo. Para alcanzar este objetivo se ha seguido un proceso de tres etapas: en la primera se han analizado las distintas variables de eficiencia y el resto de ratios explicativos de la estructura económica-financiera de la empresa mediante el uso de contrastes estadísticos y análisis gráfico de series temporales; en la segunda, se realiza un análisis factorial con la intención de obtener los principales componentes explicativos de las variables de eficiencia; y en la tercera, haciendo uso de los factores obtenidos y de los criterios de clasificación de las empresas (tamaño, sectores, región y tipo de ayuda) se plantea un modelo econométrico con variables *dummies* que profundiza en la sensibilidad de las variables de eficiencia, a partir de los coeficientes estructurales y el signo de los modelos planteados.

Los resultados de la primera etapa permiten dar respuesta al objetivo esencial del trabajo, esto es, identificar comportamientos diferentes entre los seis grupos de empresas considerados respecto a las variables de eficiencia, así como en función del tamaño empresarial, el sector de actividad y la localización geográfica. Las empresas que han conseguido directamente financiación a largo plazo (FILAP) obtienen inicialmente unos menores niveles de rentabilidad, pero superada la fase de introducción en el mercado incrementan más rápidamente sus rendimientos que el resto de grupos, hasta sobrepasarlos al final del periodo considerado. Esa mejoría en sus rendimientos se encuentra en el mejor aprovechamiento del apalancamiento financiero; en concreto, de su mayor proporción de fondos ajenos y la reducción de las cargas financieras conforme la empresa se encuentra en su fase de crecimiento. Por su parte, las empresas que se autofinancian (AUTO) presentan buenos resultados en los momentos próximos al nacimiento de la empresa, en especial, por la inexistencia de gastos financieros, pero la falta de recursos disponibles que sustenten su expansión en el futuro reduce progresivamente sus rendimientos.

Las empresas de ICO optimizan durante todo el ciclo de vida la ayuda percibida al mantener una **rentabilidad económica** superior a la obtenida por el resto de grupos, y una **rentabilidad financiera** similar a la muestra que actúa como representativa del tejido de empresas de reciente creación españolas (CONTROL). Sin embargo, la evolución de la rentabilidad económica de las

empresas de CERSA es efectiva durante el periodo durante el cual obtienen el apoyo financieros (tres primeros años de vida), pero a medida que amortizan los fondos se encuentran ante nuevas complicaciones, situándose por debajo de los niveles del mercado. La rentabilidad financiera se mantiene durante todo el periodo por debajo del resto de grupos, convergiendo al final del mismo con los valores del resto de grupos (15%). En el caso de las empresas que han acudido simultáneamente a ambos apoyos financieros (CRUCE) mantienen un comportamiento similar a las empresas de CERSA. De esta forma, podría afirmarse que los apoyos concedidos por una SGR consiguen superar las barreras de acceso a la financiación de las empresas mientras que las ayudas del ICO no parecen cumplir con esa finalidad, dados los buenos rendimientos obtenidos a lo largo del periodo. Estos resultados confirman como el mayor riesgo de las empresas de reciente creación exige altas rentabilidades.

En relación con los **componentes de la rentabilidad económica**, todas las empresas que han obtenido apoyos financieros consiguen transformar sus ventas en beneficios en mayor medida que el grupo de CONTROL, en especial las empresas que han obtenido algún aval de SGR. Sin embargo, la rotación se encuentra por debajo del grupo CONTROL, a excepción de las empresas de ICO que mantiene una evolución similar. En relación a los componentes de la rentabilidad financiera, el efecto fiscal apenas difiere en los grupos considerados, a excepción de FILAP que se beneficia de mayores deducciones fiscales. Por su parte, el efecto apalancamiento, medido a través de ratio cargas financieras y la relación de activo total entre los recursos propios, es positivo para las empresas beneficiarias de apoyos financieros, gracias al acceso a las fuentes ajenas que estas ayudas les permiten, situándose por encima del grupo de CONTROL pero por debajo de las empresas de FILAP. Destaca como las empresas de CERSA y CRUCE, pese a contar con las mayores cargas financieras, consiguen un apalancamiento positivo al ser las más endeudadas, tras FILAP, potenciando el diferencial existente con la rentabilidad económica. ICO alcanza el mismo efecto apalancamiento pero por la vía contraria, esto es, la menor carga financiera le permite retener un mayor rendimiento de sus inversiones aunque cuente con un menor nivel de endeudamiento. Por su parte, AUTO, que cuenta con una alta rentabilidad económica y el menor coste financiero, no consigue potenciar su rentabilidad financiera dado el escaso volumen de su endeudamiento, que limita su capacidad para aprovechar inversiones rentables.

Desde el punto de vista de la **productividad**, todas las empresas muestran una evolución favorable gracias a incorporación, desde el momento constitutivo, de los últimos avances tecnológicos e instalaciones productivas, así como a la reducción en términos reales del valor de los salarios. No obstante, a mayor volumen de capitales ajenos a largo plazo mayor se muestra la productividad, de tal forma, que las empresas con apoyos financieros muestran un comportamiento superior al CONTROL. Este patrón de comportamiento se reproduce al considerar la generación de flujos de efectivo. En este sentido, las empresas de CRUCE son las que más liquidez obtienen, seguidas de

las empresas de ICO y CERSA, con independencia de que el EBITDA se relativice respecto al activo o la cifra de negocios.

Todos estos resultados se encuentran **condicionados por la composición sectorial** de cada uno de los grupos considerados. Así, las empresas de ICO se diferencian, en comparación con las empresas que han obtenido avales de una SGR, en el mayor peso porcentual de la rama de la construcción (19.2% en ICO frente al 10,5% en CERSA) y la menor participación de las empresas dedicadas a los servicios no comerciales (34% frente al 42% de CERSA). En el caso de las empresas industriales - manufactura tradicional (15%) y manufactura intermedia y avanzada (2%)-, apenas hay diferencias en cuanto a su peso porcentual. Sin embargo, resulta destacable la importancia que adquiere el sector manufacturero tradicional cuando se consideran conjuntamente ambos apoyos públicos, al suponer el 24.3% del total de empresas. Lógicamente, los elevados desembolsos a realizar para adquirir las complejas y costosas instalaciones manufactureras requieren grandes cantidades de financiación a largo plazo, según el periodo de amortización de los activos no corrientes y las expectativas de generación de flujos de caja, confirmando la baja rotación de activos de este grupo. No obstante, si se consideran los indicadores de eficiencia en función del sector de actividad, las empresas del sector de la construcción son las más rentables y las más productivas, aunque son las que menos capacidad de generación de efectivo alcanzan. Seguidamente se sitúan las empresas extractivas y energéticas, en especial, las de energías renovables, que transforman rápidamente el flujos libres de caja los beneficios obtenidos. La liberalización del sector energético y el auge de la construcción durante el periodo considerado explican estos resultados. Por su parte, las empresas de servicios (comerciales y no comerciales), pese a alcanzar unos buenos indicadores de eficiencia, se sitúan en el lado extremo.

Por **tamaño empresarial**, las microempresas son las que ofrecen el mayor excedente disponible para los empresarios, esto es, ofrecen la mejor rentabilidad financiera. Sin embargo, en el resto de indicadores de eficiencia se produce una relación directa, siendo las medianas empresas las más productivas y con mayor capacidad para generar liquidez. Por NUT-1, los resultados presentan una mayor heterogeneidad, aunque cabe destacar el buen comportamiento de las empresas de la región Este.

En cuanto a la **estructura del capital** económico de las empresas de reciente creación que han acudido al ICO y/o CERSA muestran una progresiva adecuación de sus inversiones a su verdadera capacidad de producción y venta, como evidencia el crecimiento de sus existencias y deudores. La forma que emplean para financiar sus inversiones se caracteriza por el reducido nivel de autonomía financiera de las empresas, con una aportación del patrimonio neto que no supera el 15% del total de las fuentes de financiación, y la gran dependencia de los capitales ajenos a corto plazo, que suponen cerca del 65% del total, y el reducido acceso a la financiación ajena a largo plazo, aunque

en mayor proporción que las empresas pertenecientes al CONTROL. Las elevadas inversiones y gastos iniciales de puesta en marcha del negocio y el elevado volumen de obligaciones corrientes de pago a corto plazo hacen que las empresas presenten, durante sus primeros años del ciclo de vida, un fondo de maniobra negativo, aunque a medida que las empresas han crecido, los apoyos públicos han permitido el mantenimiento de unos niveles de solvencia esenciales, en especial para sus acreedores, para garantizar el equilibrio financiero de la entidad. No obstante, la gestión del capital corriente exige un proceso de aprendizaje y conocimiento en el mercado, en especial la relación con clientes y proveedores. Así, las ratios indicativas de los periodos medio de cobro y de pago alcanzan los 40 y 50 días respectivamente, por las políticas de marketing a desarrollar con los clientes, para dar a conocer la empresa e intentar fidelizar a la clientela y, por otro, el escaso poder de negociación con proveedores.

En relación con la **gestión de los costes**, los consumos de explotación es la partida que mayor peso tiene dentro de las distintas rúbricas de gastos, seguido de los gastos de personal y, en último lugar, los gastos financieros. Esta última partida es especialmente significativa en las empresas que han obtenido algún apoyo financiero público, al ser la expresión del coste de la financiación. Las empresas de CRUCE son las que soportan un mayor gasto financiero, seguidas de CERSA e ICO, por encima del grupo CONTROL, dado el mayor riesgo financiero de estas empresas. No obstante, las ayudas recibidas han permitido el acceso a la financiación ajena a largo plazo en mejores condiciones que las empresas de FILAP. Finalmente, los indicadores de liquidez y solvencia muestran como las empresas apoyadas, aunque solventes, se encuentran por debajo de CONTROL, y siguen una política financiera muy conservadora, para poder hacer frente a sus obligaciones de pago, en especial, la devolución de la deuda contraída. Esta capacidad es valorada como una señal positiva por el mercado, al suponer una reducción del riesgo de impago.

En la **segunda fase** de la investigación, el **análisis factorial** mediante componentes principales ha permitido reducir las múltiples relaciones entre las ratios analizadas en la primera fase. Los componentes obtenidos permiten una interpretación más útil para el análisis causal de las variables de eficiencia. Se han obtenido entre 9 (rentabilidad financiera y productividad) y 10 factores explicativos (rentabilidad económica y EBITDA). El componente que más proporción de la varianza explica de todas las variables de eficiencia es la estructura del capital financiero, que incluye las ratios relacionadas con el peso de los fondos propios y los fondos ajenos respecto al total de la financiación. Resulta significativo como el poder acceder a las fuentes de financiación ajenas es el factor que más condiciona la eficiencia técnica y económica de las empresas de reciente creación, lo que justifica la existencia de los apoyos públicos. Seguidamente se encuentra el componente relativo a la gestión de cifra de negocios, que incluye las ratios que inciden en la gestión a corto plazo de los consumos de explotación y los gastos de personal. El tercer factor, relacionado con la gestión del fondo de maniobra, incide en el equilibrio económico-financiero de

la empresa. Estos tres primeros factores son los que más impacto tienen a la hora de explicar las variables de eficiencia de las empresas de reciente creación. Esto es, a medida que el empresario va adquiriendo conocimientos y destrezas comerciales con clientes-proveedores, a mayor capacidad de acceso a los recursos ajenos (gracias a los apoyos públicos) que posibilita la adquisición de las últimas incorporaciones tecnológicas, mejor es la capacidad para reducir los costes de gestión y para incrementar su fondo de maniobra y, por tanto, mejor son sus indicadores de eficiencia. El resto de factores obtenidos son el factor liquidez, estructura económica, periodos de maduración, política contable y fiscal, gestión de pasivo corriente y costes financieros. La ordenación de los factores anteriores, presentados de mayor a menor, se realiza en función del porcentaje de la varianza total que explica cada factor. En todos los casos, la proporción de la varianza explicada ha superado el 70%.

Por último, en la **tercera etapa**, con los factores identificados y la introducción de variables ficticias que clasifican a las empresas analizadas en función de tipo de financiación, tamaño empresarial, sector de actividad y localización geográfica por NUT-1, se aplicó un **modelo econométrico de regresión**. En estos modelos los coeficientes que se obtienen son una medida de la sensibilidad de las variables dependientes (variables de eficiencia) respecto a las independientes (componentes obtenidos y las variables ficticias) y su signo indica el sentido de la relación. En el cuadro 6.1 se presentan los valores de esos coeficientes y sus signos para la rentabilidad financiera, la productividad y el EBITDA respecto al activo total, de los factores estadísticamente significativos.

Cuadro 6.1. Valor y signo de los coeficientes de los factores y variables significativas.

Rentabilidad Financiera		Productividad		EBITDA/Activo total	
Factores	Coef.	Factores	Coef.	Factores	Coef.
Estructura capital financiero	-0,254	Estructura del capital financiero	221,188	Estructura capital financiero	1,154
Gestión cifra de negocios	-0,204	Liquidez y solvencia	146,549	Gestión cifra de negocios	-0,223
Liquidez y solvencia	-0,969	Gestión del fondo de maniobra	176,345	Gestión fondo de maniobra	-0,206
Costes financieros	-0,514	Estructura del capital económico	194,911	Liquidez y solvencia	0,266
Costes financieros II	-0,511	Costes financieros	-455,914	Periodo medio devolución	-0,383
CERSA	-0,652	Política contable	421,894	Política contable	0,072
CRUCE	-5,266	ICO	410,050	Gestión Pasivos corrientes	0,277
Micro	-1,006	CERSA	247,456	ICO	0,686
Agrario	-3,534	CRUCE	1317,234	AUTO	0,388
Extractivas	-4,410	AUTO	-1300,745	FILAP	-0,583
Construcción	4,779	FILAP	-23,742	Micro	-0,488
Comercio	2,317	Micro	-854,843	Extractivas	0,456
Centro	-2,345	Pequeña	-682,268	Manufactura Tradicional	0,577
Sur	2,601	Extractivas	3975,177	Manufactura Avanzada	-0,007
Noroeste	-2,326	Manufactura Tradicional	-1216,812	Construcción	0,465
		Manufactura Avanzada	1163,077	Comercio	-0,303
		Comercio	-1420,827	Madrid	-0,594
		Madrid	179,054	Centro	-0,080
		Centro	-1293,367	Este	0,284
		Este	962,652	Sur	-0,176
		Sur	-1203,219	Noroeste	0,047
		Noroeste	-1083,297		

Fuente: Elaboración propia.

A través de los modelos planteados se confirman los resultados obtenidos en la primera fase. Así, en todas las variables de eficiencia se aprecia como los componentes relacionados con la financiación de la empresa (estructura del capital financiero), salvo en la rentabilidad financiera, presenta un valor absoluto mayor que los ligados a la estructura del capital económico, y similar a los asociados a la gestión empresarial. Teniendo en cuenta que este componente lo integran ratios que relacionan la financiación a largo y corto plazo, su signo en la rentabilidad financiera es negativo. Cuanto menor sea la disposición de recursos a corto plazo respecto a la financiación permanente, menor es el coste de la financiación y, a priori, mayor eficiencia. Sin embargo, en el análisis individual de los ratios ha podido comprobarse como en los momentos iniciales el peso de los costes financieros es especialmente significativo en relación al total importe neto de la cifra de negocios, mermando el resultado neto, razón por la cual en la rentabilidad financiera el signo es negativo, a diferencia del resto de ratios que se presenta bruta de intereses, y por tanto el signo es positivo. Igualmente se confirma como a mayor carga financiera y más conservadora es la política de solvencia de la empresa para hacer frente a sus obligaciones menor será la rentabilidad financiera. En relación a las variables de clasificación, el modelo también confirma, con coeficientes negativos, como las empresas que soportan la mayor carga financiera, CRUCE y CERSA, las microempresas y las empresas del sector agrario y de la construcción arrojan una rentabilidad financiera inferior.

En la regresión efectuada para la **rentabilidad económica y la productividad** se observa que los coeficientes ligados a los componentes del capital económico, política contable y la gestión del fondo de maniobra tienen mayor influencia que los componentes que representan la gestión del pasivo corriente y el periodo medio de cobro/pago a clientes/proveedores. Entre los componentes que presentan signo positivo destaca los relacionados con la financiación de la empresa y la estructura económica de la empresa, de forma que cuanto mayor sea la financiación de la inversión en activo, y mayor sea la amortización del inmovilizado (factor política contable), bien por aprovechar las ventajas fiscales o por el adecuado funcionamiento de la estructura técnica, mayor se prevé la generación de valor añadido. Esta última razón es la que propicia que las empresas de CRUCE alcancen la mayor productividad. En relación a las variables de clasificación, para la rentabilidad económica se caracteriza por mostrar una relación directa respecto al tamaño empresarial y el óptimo rendimiento de la construcción. Para la productividad se reproduce el comportamiento por tamaños, pero son los sectores de extractivas y de la manufactura avanzada las más productivas. A nivel regional destaca en ambas ratios la adecuada gestión de las empresas del Este y Noreste.

Finalmente, en relación al **EBITDA**, relativizado con respecto al activo total, los componentes más influyentes son los relacionados con la capacidad de generación de efectivo, en concreto, de forma negativa la gestión de la cifra de negocios, del fondo de maniobra, periodo medio de devolución, y

de forma positiva el componente liquidez y solvencia, capital financiero y la gestión del pasivo corriente. Por ejemplo, cuanto mayor sea la liquidez generada por la empresa y mayor sean las deudas a largo plazo respecto al total de los recursos ajenos mayor será el efectivo del que disponga la empresa y, por tanto, mayor EBITDA. Por el contrario, cuanto más elevados sean los consumos de explotación y los gastos de personal menor será el beneficio que se transforme en tesorería, como indica el fondo de maniobra negativo con que el arrancan las empresas en su constitución. Por su parte, las variables ficticias indican que las empresas que mejor capacidad para generar fondos líquidos son las de mayor tamaño empresarial, extractivas y constructoras, ubicadas en el Este y, en especial, las empresas que han recibido apoyos financieros de la línea Pyme del ICO.

2.3 Perfil de los beneficiarios y valoración de ayudas públicas. Determinantes de la actividad emprendedora de las empresas de reciente creación.

El análisis cualitativo, mediante encuesta, se dirigió a tres muestras de empresarios. Las dos primeras a los beneficiarios de apoyos públicos, en concreto, avales de SGR y la línea Pyme del ICO, y la tercera a una muestra de emprendedores que hubieran constituido su empresa recientemente. Del proceso de explotación estadística y análisis descriptivo de la encuesta se obtienen resultados tales como el perfil de empresario que acude a estos sistemas de apoyos, la forma en que los conoció, etc. o si existen diferencias relevantes en comparación con los empresarios que no las han obtenido.

El diseño de las muestras tuvo presente la composición por tamaños, regiones y sectores del universo de los beneficiarios de apoyos públicos. No obstante, hay que tener en cuenta dos matizaciones: la primera, en la muestra de empresas avaladas, donde Cataluña no disponía de ninguna de estas entidades en el periodo de estudio y que la Comunidad Valenciana congrega casi la tercera parte de las empresas españolas que se benefician de este tipo de ayuda; y la segunda, en relación al tamaño empresarial, donde los resultados obtenidos son representativos de la estructura empresarial de las poblaciones, por la acotación impuesta al número de microempresas a encuestar para evitar una escasa representación de los tamaños empresariales pequeño y mediano.

En cuanto al **perfil de empresarios y empresas** de reciente creación que son beneficiarios de apoyos públicos a la financiación, la gran mayoría son varones entre 35 y 45 años, siendo superior la edad media (43 años) de los empresarios que han acudido al sistema de avales. Aún así, en los tramos de menor edad, en concreto entre los 20 y 40 años, la presencia de mujeres empresarias se incrementa, en especial en la muestra de ICO, donde más de una cuarta parte del total de beneficiarios son mujeres. Por su parte, el grado de formación alcanzado por estos empresarios del ICO y SGR es relativamente bajo, ya que tan sólo un 14% y un 21%, respectivamente, tiene estudios universitarios o de tercer ciclo. Esta es una de las principales diferencias que se obtienen si los resultados se comparan con la muestra de emprendedores, en donde 4 de cada 10 empresarios

que regentan empresas de menos de 3 años de antigüedad han finalizado estudios superiores, mayoritariamente ingenieros informáticos y licenciados en economía y administración empresarial.

Los resultados evidencian en la mayor parte de las empresas beneficiarias (más del 90% de los casos) que la empresa actual es el primer negocio del empresario, a diferencia de la muestra de emprendedores, que acceden en mayor proporción (18%) a empresas que ya estaban en marcha, en especial a empresas de carácter familiar adquiridas por herencia. Por otro lado, en la muestra de emprendedores es donde se produce la mayor concentración de empresarios que iniciaron la aventura empresarial con anterioridad a constituir la actual empresa, lo que evidencia el mayor índice de fracasos de este tipo de empresarios pero también una de las características definitorias de esta muestra, su gran aversión al riesgo. Entre las causas que motivaron el fracaso de una actividad anterior destacan las razones de índole personal (falta de experiencia, baja remuneración), de carácter organizativo (relaciones con los socios) y sectoriales (crisis económica, fuerte competencia).

En materia de **contratación de personal**, se observa como en la muestra de ICO y emprendedores, formada en su mayoría por empresas de menos de 50 trabajadores, mayor es la relación existente entre propietarios y familiares trabajando en la propia empresa. Asimismo destaca el elevado peso de contratación de carácter indefinido, por encima de la eventual. Por su parte, las empresas avaladas, de mayor dimensión empresarial y integrada mayoritariamente por empresas de la construcción y la manufactura tradicional, apenas cuentan con familiares en plantilla, siendo más de la mitad del empleo que generan temporal. Por otro lado, se aprecia que cuanto menor es el tamaño de la empresa menor es la probabilidad de tener personal cualificado.

El **origen de la financiación** de las empresas encuestadas evidencia diferencias significativas entre las empresas avaladas y las empresas del ICO y la muestra de emprendedores. En las primeras, la aportación del propio empresario se encuentra por debajo de las aportaciones realizadas por los socios, mientras que en las segundas más del 85% de los fondos propios han sido aportados por el propio empresario. Sin embargo, la principal diferencia se aprecia, como es lógico, en la composición del capital ajeno. La tercera parte de los fondos propios de las empresas beneficiarias de apoyos públicos son recursos a largo plazo, frente al 50% del total de los fondos ajenos en la muestra de emprendedores.

En relación con la **valoración de los sistemas públicos de apoyo**, los resultados se han estructurado en los siguientes ítems: finalidad, coste, valoración e inconvenientes de los sistemas públicos de apoyo a la financiación. La forma en la que se conoció la existencia de la ayuda difiere según modalidad. La estrategia para promocionarse y de captación es selectiva y directa en el caso de las SGR, donde se usa preferente el apoyo de una fuerza de ventas y agentes comerciales especializados (40%), mientras que el ICO utiliza a los intermediarios financieros como agentes

canalizadores (89%) de sus potenciales usuarios en un proceso con una intervención más indirecto, como si fuera un producto más de la entidad financiera. Asimismo, utiliza de forma más intensiva los medios de comunicación (6%). El cuanto al **destino de las ayuda**, los fondos disponibles se usan en más del 82% para la adquisición de los activos fijos necesarios para poner en marcha el negocio y, apenas, para la adquisición de innovaciones tecnológicas. El coste del aval para las empresas de reciente creación se sitúa en el 1.16%, mientras que el coste efectivo para los beneficiarios del ICO es del 4.57%. Las pequeñas y medianas empresas son las que en mayor proporción perciben la ventaja financiera, en términos de costes, de este tipo de ayudas. No obstante, pese a contar con un aval de una SGR, las entidades de crédito solicitan en más de 87% otro tipo de garantías a los beneficiarios, ya sean de tipo personal, hipotecarias u otras, garantías que se van reduciendo conforme la empresa aporta garantías personales e hipotecarias de la propia SGR. Esta exigencia de presentar contragarantías no se produce entre las empresas beneficiarias del ICO, ya que el 59% no ha tenido que presentar ninguna garantía adicional para obtener la financiación solicitada.

La **ventaja más valorada** por las empresas avaladas de SGR destaca la obtención de financiación a largo plazo (70%) a diferencia de los beneficiarios del ICO, que valoran el poder acceder a un coste más barato (81%). Por su parte, entre los principales inconvenientes hay cierta homogeneidad, al considerar la burocracia y trámites administrativos así como la lentitud del proceso, y de forma particular, el excesivo volumen de garantías requeridas por las SGR y la rapidez con la que se acaban los fondos de la línea Pyme del ICO. Por otro lado, la respuesta más frecuente respecto a la consideración que tienen los empresarios sobre qué hubiera pasado con su empresa y su proyecto en caso de no haber contado con las ayudas financieras, afirman que no hubiera sucedido nada, minusvalorando el objetivo básico de estos sistemas. Especialmente, en la línea ICO 4 de cada 5 empresarios se expresan en este sentido. La valoración que los usuarios otorgan a estos sistemas son de de 7.10 y 8 puntos sobre 10, en el caso de avalados por SGR y ICO, respectivamente. En relación a la evolución futura de las ayudas, los empresarios que opinan que las ayudas debería reducirse manifiestan un comportamiento óptimo, ya que de esta manera durante el tiempo que la empresa necesita la financiación será de la mejor manera aprovechada, de tal forma que una vez superado el desequilibrio inicial esos fondos pasan a estar disponibles para otras empresas que la necesiten en ese momento. Sin embargo, son todavía muy pocos los empresarios que manifiestan esta opinión, y creen que las ayudas deberían ampliarse o al menos mantener las existentes (el 16% de los avalados por SGR y el 10% de los beneficiarios del ICO).

Por otro lado, a los emprendedores de la muestra se les pidió que **valoraran las ayudas públicas** existentes para la creación empresarial. El resultado es una baja valoración, que contrasta con el alto grado de satisfacción que manifiestan respecto a la cuantía, utilidad y oportunidad temporal de las mismas. Esta aparente incoherencia manifiesta la sensibilidad de los nuevos empresarios en

relación con las ayudas públicas. Concretamente, al analizar los componentes determinantes de la *performance* de la actividad emprendedora reciente, la contribución de las ayudas públicas para la creación de la empresa es el factor más explicativo de la actividad emprendedora temprana (10% del total de la varianza). El resto de factores que se consideran determinantes para iniciar una aventura empresarial son: la obtención de un nivel de rentas suficientes, en consonancia con el esfuerzo desarrollado (factor obtención de rentas); la disposición de un producto adecuado a las necesidades del mercado (factor de supervivencia); la experiencia familiar relacionada con la actividad (factor experiencia acumulada); la calidad de vida laboral y la necesidad exhibir las habilidades personales así como la obtención del reconocimiento social. Entre el resto de factores identificados, con menor poder explicativo, destacan la experiencia acumulada en la gestión empresarial, la formación orientada a la actividad y el factor financiero.

Además, para recabar información sobre la **dimensión estratégica y de orientación al mercado**, los emprendedores respondieron a las razones por las que eligieron ese sector de actividad, el momento para empezar y la ubicación geográfica. Más del 68% escogieron la actividad por la experiencia previa o por conocimientos adquiridos en un puesto similar, mientras que para 3 de cada 4 emprendedores el momento y la ubicación geográfica se eligió por motivaciones personales o familiares (herencia, cercanía al lugar de trabajo, etc.). Sólo el 15% escogieron el momento o el lugar por detectar algún tipo de oportunidad en el mercado, reduciéndose este porcentaje al 10% si la entrada al sector se produce por factores estratégicos. No obstante, ninguno de los emprendedores encuestados ha elegido emprender la actividad empresarial por haber detectado en los tres ítems anteriores algún tipo de oportunidad o ventaja estratégica.

Con los factores obtenidos y las motivaciones estratégicas se ha realizado una clasificación en seis grupos de los emprendedores, con las siguientes denominaciones: empresario *líder*, *explorador*, *empleado*, *autónomo*, *gestor* y *de familia*. De los grupos obtenidos, el empresario *autónomo*, explicado por el factor supervivencia y el reconocimiento social, el empresario *gestor*, explicado por el factor financiero y las oportunidades temporales, y el empresario de familia, son los que muestran una mayor concentración de variables asociadas a la actividad creativa, tales como el desarrollo de actividades de I+D o el lanzamiento de nuevos productos nacional e internacionalmente. No obstante, estos grupos muestran una desigual estructura financiera y de acceso a las políticas públicas. Por tanto, las administraciones públicas deberían prestar mayor atención a estos grupos de empresarios comprometidos con las variables asociadas a la creatividad y las oportunidades estratégicas, aumentando las ayudas y servicios ofrecidos.

2.4 Alternativas al crecimiento.

Una vez que las empresas han logrado superar los complicados años iniciales y afrontan la etapa de crecimiento, es necesario asegurarse una estrategia que permita una consolidación estable de las

empresas dentro del mercado. Las alternativas que plantea la investigación, dentro del contexto de recesión económica, son el acceso al mercado alternativo bursátil para Pymes (MAB) y los procesos de fusión y adquisición de empresas (F&A).

Entre las razones que justifican la entrada al MAB destaca el **acceso a financiación propia** de carácter externo, así como la reducción del coste de la deuda, como consecuencia del prestigio y el mayor conocimiento que el mercado pasa a tener de estas empresas. Para el desarrollo del MAB se ha tenido presente las experiencias positivas del mercado francés (*Alternext*) e inglés (*AIM*). Las Pymes que cotizan en estos mercados pertenecen mayoritariamente al sector servicios, la industria intermedia y avanzada y el sector energético. Esto evidencia un perfil de empresa comercializadora de productos con un alto componente tecnológico o un servicio altamente especializado (servicios informáticos, servicios empresariales y telecomunicaciones). Por tamaños empresariales, más de la mitad de las empresas son pequeñas empresas, mientras que una de cada tres tiene entre 100 y 500 empleados. Sin embargo, la mayor antigüedad y el conocimiento que las Pymes inglesas tienen del AIM (creado en 1995) han conseguido que este mercado tenga una participación activa de empresas de reciente creación. Del análisis de las ratios económico-financieras de las empresas que cotizan en Alternext y en el AIM se desprende que el principal motivo para acceder a esta forma de financiación es el crecimiento empresarial. No obstante, la evolución de estos mercados no ha sido ajena a la crisis económica y el desplome bursátil sufrido a finales del año 2007, siendo más intensas las pérdidas del AIM dada la mayor internacionalización de capitales que lo componen.

Para el mercado español, en función de los requisitos exigidos por el MAB a las empresas que deseen solicitar la salida a cotización en este mercado, se ha realizado, a través de la base SABI, un estudio sobre el número y las características de las potenciales empresas españolas que cumplen actualmente estos requisitos (no estar participadas por otras empresas en un porcentaje superior al 50% y poseer unos fondos propios mínimos de 6,5 millones de euros). En concreto, existen un total de 2.793 empresas con forma jurídica con potencial de cotización, de las cuales 31 son pequeñas empresas, 1.907 son medianas empresas y 855 son grandes empresas. La nota común de todas estas empresas es su elevada tasa de crecimiento, tanto del activo total como del importe neto de la cifra de negocios (27% a lo largo del periodo 2005-2007). Además, estas sociedades acusan en menor medida la desaceleración económica que las sociedades que actualmente cotizan en la bolsa, al presentar una rentabilidad económica de 2,7 puntos porcentuales más alta que las actualmente cotizadas. Sin embargo, la elevada capitalización de las empresas potenciales del MAB repercute negativamente sobre su apalancamiento y este, a su vez, sobre la rentabilidad financiera, que se encuentra 4,3 puntos porcentuales por debajo de las empresas actualmente cotizadas.

Por otro lado, para analizar los procesos de F&A se han utilizado fuentes de datos públicas y privadas. Las primeras provienen del Registro Mercantil y las segundas de la base de datos comercial SABI. Al igual que se ha procedido con el análisis de eficiencia de los apoyos públicos,

se ha realizado un estudio económico-financiero con un **enfoque contrafactual** basado en la comparación de los valores antes y después de la fusión, con el objeto de detectar diferencias en sus comportamientos. Estos resultados, además, se han contrastado con los correspondientes a un grupo de control representativo de empresas no fusionadas del mismo tamaño y sector. El análisis descriptivo realizado para el periodo 1996-2006 evidencia los más de 13.000 procesos de F&A, de los que algo más de un tercio corresponden a microempresas y casi la mitad corresponden al sector servicios (no comerciales). Por otra parte, casi las tres cuartas partes de las empresas que realizaron operaciones de fusión están localizadas en Cataluña, Madrid, País Vasco y la Comunidad Valenciana. Esto es, en la última década se han convertido en un vía habitual de las estrategias empresariales.

Por su parte, el análisis diseñado para evaluar la causalidad existente entre los procesos de fusión y la eficiencia empresarial tras el proceso, ponen de manifiesto como las pequeñas empresas industriales son las que presentan más efectos favorables, al pasar de unos valores de las principales ratios de desempeño inferiores a la media de su grupo de control antes del proceso a otros valores superiores a la media, después del proceso. Estas mejoras se producen especialmente en término de EBITDA sobre el activo total. En el sector de la distribución y los servicios no comerciales, las medianas empresas toman la decisión de fusionarse con el objetivo de alcanzar unos valores similares a la media de comparación, de forma que puedan competir en igualdad de eficiencia y capacidad de generación de valor. Por su parte, las pequeñas empresas han conseguido mantener sus ratios de desempeño ante un empeoramiento de los resultados de la media. Finalmente, en la construcción apenas se alcanzan mejoras significativas, salvo en la productividad de las micro y pequeñas empresas.

3. Principales conclusiones.

En este apartado se presentan las principales conclusiones que integran el resultado de los análisis cuantitativo y cualitativo realizado a los distintos grupos de empresas de reciente creación y emprendedores. Las conclusiones se presentan en forma de aceptación o rechazo de las hipótesis planteadas a lo largo de la investigación.

3.1. La eficiencia de los apoyos públicos a la financiación.

De forma agregada, las tres primeras hipótesis afirmaban que *“los apoyos públicos a la financiación para las empresas de reciente creación son eficientes si incrementan los desempeños empresariales de sus beneficiarios”*, así como *“la existencia de diferencias entre los valores medianos de los indicadores de eficiencia, según el tipo de apoyo recibido, el tamaño empresarial y el sector de actividad”*.

En efecto, todos los análisis efectuados (gráficos, contrastes estadísticos y el modelo econométrico) corroboran que los apoyos públicos han permitido a las empresas beneficiarios tanto del ICO como de avales de SGR mejorar sus desempeños empresariales, en concreto la rentabilidad económica, la productividad y las ratios que relativizan el EBITDA respecto al activo total y al importe neto de la cifra de negocios. Sin embargo, la rentabilidad financiera de las empresas que han obtenido avales se encuentra por debajo del grupo de CONTROL, convergiendo de forma progresiva a los valores medios al final del periodo objeto de estudio, que verifica las mejoras alcanzadas por estas empresas durante el tiempo que disfrutaron del aval. No obstante, es importante subrayar que la situación dentro del ciclo de vida en que se encuentran todas las empresas, la etapa de introducción y crecimiento, como la fase expansiva en la que se encontraba la economía durante el periodo de estudio influye de forma significativa sobre la evolución de las ratios analizadas. Así, conforme los empresarios van adquiriendo conocimientos y destrezas, optimizando la estructura productiva de la empresa, así como habilidades comerciales en la gestión de clientes y proveedores, la rentabilidad económica y la generación de flujos de caja aumenta. Por su parte, la rentabilidad financiera de las empresas decrece conforme disminuye el riesgo de fracaso asociado al inicio de la actividad empresarial. En cuanto a la productividad, el acceso a financiación ajena a largo plazo permite la adquisición de instalaciones y equipos productivos tecnológicamente avanzados, produciéndose una relación positiva entre productividad y obtención de apoyos públicos, como demuestra la productividad más alta de las empresas de CRUCE.

Al considerar las variables de eficiencia conjuntamente con el resto de ratios descriptivos de la estructura económica-financiera, puede afirmarse que existen **diferencias significativas** entre las empresas de reciente creación según el origen de la financiación. Así, las empresas del ICO optimizan la ayuda percibida al mantener una rentabilidad superior a las obtenidas por el resto de grupos. Sin embargo, la evolución de las empresas avaladas por SGR es efectiva durante el periodo que disfrutaron de la ayuda, pero una vez amortizados los fondos recibidos se encuentran ante nuevas complicaciones, y se sitúan por debajo de los niveles del mercado. Estos resultados permiten afirmar que los apoyos concedidos por una SGR consiguen superar las barreras de acceso a la financiación de las empresas, mientras que las ayudas del ICO, por los buenos resultados obtenidos a lo largo del periodo, no parecen cumplir con esta finalidad. Esto es, la principal diferencia entre ambos sistemas radica en que con los avales de las SGR se trata de superar las asimetrías informativas y las imperfecciones del mercado de crédito.

Además, el **papel de la banca** resulta imprescindible para comprender esta situación. Para las entidades bancarias, una de las señales más valoradas en el momento de conceder financiación es la capacidad del prestatario para devolver las deudas contraídas así como presentar unas expectativas de rentabilidad alta. Precisamente, este último motivo es una de las razones por las que las empresas de FILAP han tenido acceso a los recursos bancarios sin necesidad de apoyos públicos. Por otro

lado, el uso de intermediación bancaria por parte del ICO para conceder los fondos públicos lleva a plantearse si las entidades financieras utilizan de forma discrecional estos recursos, esto es, si conceden la financiación a sus clientes preferentes. Incluso, puede darse la situación que ni siquiera el propio empresario sepa que los fondos que han recibido de su entidad bancaria provengan del ICO. De esta forma, no se estaría paliando la restricción al crédito de los empresarios de reciente creación. Esta apreciación se detecta en los resultados de la encuesta, ya que la mayoría de los beneficiarios del ICO manifiestan que sin la ayuda hubieran llevado cabo igualmente su proyecto o hubieran obtenido la misma financiación en condiciones similares, a diferencia de los avalados por SGR. Los resultados así lo confirman: para uno de cada diez avalados la obtención del aval resulta imprescindible para el éxito del proyecto, mientras que uno de cada cinco avalados no hubieran podido acceder a la financiación necesaria. No obstante, la época de bonanza económica en la que se realizó la encuesta, los incrementos de la riqueza empresarial, la existencia de bajos tipos de interés así como el incremento de la competencia bancaria, contribuye a que los apoyos recibidos no sean percibidos realmente como necesarios. Para las empresas avaladas, la buena marcha del negocio favorece un incremento de la autonomía financiera, percibiendo en menor medida los beneficios obtenidos por los apoyos públicos. Además, estas valoraciones han de ser relativizadas respecto al entorno y las condiciones individuales del empresario, de manera que previsiblemente, ante un ambiente económico en recesión se traducirá en una opinión más favorable. Estas valoraciones, unidas a la reducción de las ratios de eficiencia conforme se amortiza la deuda, permiten afirmar por un lado que los empresarios que recurren a las sociedades de garantía presentan mayores dificultades financieras y, de otro, que la adicionalidad de las ayudas públicas se percibe con mayor intensidad dentro del colectivo de empresarios avalados.

Por otra parte, considerando que se está produciendo un cambio de ciclo económico, destaca el hecho de que las empresas que han recibido apoyos financieros han quedado al final del periodo considerado en una posición que les permite afrontar razonablemente los efectos de la crisis, en especial las beneficiarias del ICO. Así, ante la reducción del consumo, que ya se anticipaba en la ratio de rotación, las empresas apoyadas públicamente cuentan con un margen de explotación que crece gracias a la reducción de los costes operativos y haber alcanzando el equilibrio en la adaptación de su estructura productiva. Por tanto, ante fallos de mercado, como los problemas de información asimétrica con las que se encuentran las empresas de reciente creación y situaciones económicas adversas resulta necesaria la intervención de apoyos públicos para reducir los problemas de acceso al crédito. No obstante, la configuración y el diseño de los sistemas públicos deben realizarse considerando la sostenibilidad futura del sistema. Una reducción de las cargas financieras y el incremento de los plazos de devolución para los prestatarios, sin asegurar un correcto retorno de los fondos prestados, no debe supeditar los programas de apoyo público a sucesivas intervenciones, dado que provocaría interferencias en el funcionamiento del mercado.

El resto de ratios analizadas ponen de manifiesto la **lenta adecuación de las existencias y del aprovechamiento de los activos al ciclo económico** de las empresas de menor dimensión, que consiguen ajustar de forma eficiente el valor de sus inmovilizados en su fase de introducción, que coincide con un periodo de cierta desaceleración económica (2000-2002), y con mayores dificultades cuando se encuentran en fases de reactivación (desde 2003), mientras que las medianas muestran cambios más acusados, lo que indica el mayor dinamismo para ajustarse a las fases del ciclo económico con mayor rapidez y flexibilidad. Además, las empresas que han recibido apoyos financieros públicos y las empresas que potencialmente puedan acceder a los mercados de capitales experimentan incrementos en sus cifras de beneficios y, por lo tanto, presentan una mayor capacidad para afrontar procesos de expansión y estrategias de crecimiento, con el consecuente incremento del empleo. Estas ayudas suponen un elemento determinante para dinamizar el tejido empresarial de una región, dentro de los planes de desarrollo de las instituciones públicas.

Las ayudas públicas, en el contexto de ratios examinados, son percibidas y así utilizadas por las empresas más necesitadas -CRUCE CERSA e ICO, por este orden-, lo que justifica su existencia. Por tanto, aunque ambos programas persiguen los mismos destinatarios y objetivos, en cuanto a facilitar el acceso al crédito bancario a un coste asequible que potencie la inversión productiva de las Pymes de reciente creación -aunque pueden acceder a ellas todo tipo de Pymes, son las SGR las que mejor cumplen con su cometido de eliminar las barreras de entradas a las empresas que realmente presentan los mayores problemas financieros.

Además, los beneficios de los programas públicos de apoyo a la financiación para la entidad prestataria no deben medirse sólo desde el punto de vista del volumen de crédito obtenido o la reducción del coste financiero. Se deducen otros aspectos igual de relevantes, en concreto, la experiencia positiva para las Pymes nacientes. Este primer contacto con las entidades crediticias y instituciones públicas les confiere un valioso *Know-How*, que les será de utilidad en la etapa de crecimiento y consolidación de la empresa para relacionarse y negociar con las entidades financieras la solicitud o renovación de la financiación bancaria. Por su parte, la entidad prestamista también sale beneficiada, al obtener las referencias básicas en las relaciones que debe seguir, así como el tipo de información que debe seleccionar de estas empresas.

3.2. Perfil del empresario y valoración de los sistemas públicos de apoyo a la financiación.

Para analizar el perfil del empresario beneficiario de los apoyos públicos y la valoración otorgada al sistema se enunciaron la cuarta y quinta hipótesis. Estas establecen que el *perfil del empresario beneficiario de apoyos públicos sería el de un joven empresario, sin experiencia empresarial y que valoraría de forma positiva la ayuda recibida, al considerarla como un elemento clave posibilitador del negocio.*

Sin embargo, los análisis efectuados han puesto de manifiesto que la edad media de los emprendedores que acuden a los sistemas públicos se sitúa en los 40 años, aunque destaca el incremento de los empresarios con edades entre los 25-35 y el progresivo acceso de las mujeres a la actividad emprendedora a lo largo de los últimos cinco años. En relación con la experiencia empresarial se contrasta que, para la mayor parte de los empresarios, la actual empresa es su primera aventura empresarial, aunque han accedido a ella por haber adquirido unos conocimientos previos trabajando por cuenta ajena en el mismo sector de actividad o por la tradición familiar. De la comparación del perfil de los tres grupos considerados puede concluirse que existen macadas diferencias entre los beneficiarios de SGR y de ICO, y con la muestra de emprendedores, sin embargo, existen más similitudes entre los empresarios del ICO con la muestra de emprendedores. En relación al resto de variables descriptivas de la utilización del apoyo público, tales como la forma de acceso al sistema, destino de las ayudas, políticas de crecimiento en el futuro, etc. se aprecian un comportamiento diferenciado en función del tipo de ayuda recibida.

Así, el **mayor tamaño** de las empresa avaladas justifica que sus inversiones en actividades de I+D sean más elevada que las empresas del ICO, que buscan con la ayuda pública dotarse de las infraestructuras y activos fijos necesarios para iniciar el negocio. Las diferencias también se producen en relación a las políticas de crecimiento a futuro, donde se desprende como las sociedades avaladas se encuentran preocupadas por renovar y actualizar sus instalaciones, a través del crecimiento interno, mientras que las empresas del ICO, ante la desaceleración económica persiguen otras estrategias de crecimiento externo de corte más defensivo, como son las fusiones y adquisiciones de otras empresas, de forma similar al comportamiento de los emprendedores.

A partir de las respuestas obtenidas de la encuesta destaca la **alta valoración** otorgada por los beneficiarios tanto a los propios programas financieros – 8 y 7 sobre 10 para los beneficiarios del ICO y de SGR, respectivamente, como a los intermediarios que configuran el mismo –entidades financieras y CERSA-. No obstante, esta alta valoración **no debe encubrir las deficiencias** puestas de manifiesto por los beneficiarios del sistema. Así, entre las principales inconvenientes destacan: en primer lugar el excesivo seguimiento realizado por las entidades públicas para comprobar la inversión realizada; en segundo lugar, la burocracia y los trámites administrativos necesarios; y en tercer lugar, el excesivo volumen de garantías comprometidas. Entre las deficiencias específicas del ICO destaca la percepción de los propios beneficiarios del ICO que la entidad bancaria sólo ofrece la línea sus clientes más selectos, mientras que los avalados de las SGR denuncian la obligación de hacerse socio de la SGR para poder acceder a la financiación.

La valoración del servicio ofrecido resulta de especial intereses para las administraciones públicas, al permitir un *feed-back* informativo de la forma en que esta presta el servicio. El conocimiento de las opiniones y las ventajas e inconvenientes detectados por los beneficiarios permite a los responsables políticos corregir o tomar medidas que mejor se adapten a las necesidades de los

actuales y futuros usuarios. Entre los aspectos más tenidos en consideración por los empresarios al valorar el sistema, es el coste financiero, en especial las empresas avaladas. La relación inversa entre la valoración otorgada al servicio y el coste financiero, esto es, el coste financiero se considera como el principal inconveniente de la financiación ajena, de forma que cuanto más alto es éste coste peor es la valoración otorgada al sistema.

El papel de los gerentes resulta importante para conseguir una reducción en el **coste financiero**, dado que las empresas que disponen de este agente profesional que se responsabiliza de la gestión financiera consiguen reducirlo. Por tanto, la descentralización en esta materia ofrece resultados positivos. No obstante, la estructura y el control de propiedad de las Pymes emprendedoras, caracterizado por delegar pocas funciones importantes (el 60% de los nuevos emprendedores no posee gerentes), supone una potencial desventaja en la búsqueda de fuentes de financiación. Por otro lado, el coste de las operaciones no tiene en cuenta el perfil del propio empresario, ya que variables “*a priori*” cuestionadas como el sexo o la edad del empresario no resultan apenas significativas. El coste se ha estandarizado y depende de la modalidad y la forma de financiación que el empresario solicita, así como de las características, la viabilidad que ofrece el proyecto financiado y las capacidades de negociación del responsable financiero para reducir las características complementarias que afecten al coste de la financiación. La valoración del riesgo de la actividad se traslada del coste a las garantías exigidas para su concesión.

En relación con las garantías exigidas, parece producirse una contradicción en el sistema de garantías recíprocas. El objetivo de estas entidades es reducir las asimetrías informativas de las sociedades que no pueden acudir al sistema bancario por falta de garantías, a través del otorgamiento de avales. Sin embargo, los resultados evidencian que la obtención del aval supone un coste importante en términos de exigencias de contragarantías a las empresas beneficiarias por parte de las propias SGR que otorgan el aval, así como del banco que otorga el crédito, con el fin de asegurar el riesgo en que incurren. Estas contragarantías suelen ser de tipo personal y en menor medida hipotecarias. Tan sólo al 13% de las empresas de reciente creación que han acudido a una SGR no se le ha exigido ningún tipo de garantía, frente al 33% de las empresas consolidadas. Por esta razón, de la misma forma que el sistema de garantías recíprocas tiene como objetivo reducir las barreras de entrada al crédito a largo, con el requisito de las garantías adicionales crea nuevas barreras de entrada de naturaleza similar a las que trata de eliminar.

Este último aspecto es, sin duda, uno de los inconvenientes en que las autoridades públicas deberían tomar de forma urgente decisiones correctoras, ya que el sistema parece penalizar a las empresas más necesitadas. Por su parte, tan solo a 3 de cada 10 empresarios del ICO se les ha requerido alguna garantía (personal). Una de las causas sobre el bajo requerimiento de garantías por parte del ICO a sus clientes se encuentra en la propia intermediación de la línea a través de los

bancos, lo que confirma la conclusión apuntada anteriormente, en el sentido de que las entidades bancarias podrían utilizar esta vía como forma de canalizar el préstamo hacia sus mejores clientes, por lo que se estaría contraviniendo una de las finalidades del ICO, la de ayudar a las Pymes con mayores dificultades de acceso al crédito.

Por otra parte, el 45% de los empresarios que han acudido al sistema de avales han recibido además **otras ayudas financieras**. Esta situación confirma que estos empresarios son los que se enfrentan con mayores dificultades financieras. Para satisfacer sus necesidades financieras deben adoptar un comportamiento activo en la búsqueda de apoyos financieros, lo que implica que las empresas que acceden a una SGR se encuentran bien informadas de los distintos programas nacionales o regionales que el sector público pone a disposición del tejido empresarial.

Finalmente, en cuanto a los **motivos de fracaso empresarial**, es significativo que los empresarios encuestados apenas manifiesten que la razón por la que fracasaron en una actividad anterior fue la dificultad de acceder a fuentes financieras ajenas, o problemas de su relación con las entidades de crédito. Por tanto, los problemas de índole financiera, en épocas de crecimiento económico, no son la principal causa del abandono empresarial, sino que la falta de actividad u otros problemas son los que limitan el crecimiento de la empresa y merman su capacidad de devolución de las deudas. No obstante, al analizar la estructura financiera de la muestra de emprendedores, se contrasta la gran dependencia que tienen a la financiación a corto plazo concedida por entidades crediticias, que les puede acarrear serios problemas ante situaciones como la actual, con falta de liquidez y capacidad para endeudarse.

3.3. Alternativas financieras: MAB y procesos de F&A.

Finalmente, la sexta hipótesis plantea *la eficiencia de los mercados alternativos bursátiles y los procesos de fusión adquisición como alternativas complementarias a la financiación tradicional*, en la etapa de crecimiento de las empresas.

Una de las posibles alternativas con las que cuentan las Pymes españolas es cotizar en los mercados de valores extranjeros existentes (AIM y Alternext). Las ventajas de esta forma de financiación se encuentran en el reconocimiento, el atractivo y la seguridad que ofrece a los inversores –nacionales e internacionales- la posibilidad de acceder a mercados transparentes y líquidos. Otro de los beneficios de permitir el acceso a la empresa a otros propietarios es facilitar la continuidad de la misma, en caso de no existir una línea sucesoria clara. Sin embargo, la gran barrera proviene de los valores culturales, en especial, el freno lingüístico y la escasa capacidad del empresariado español de negociar en otros idiomas, tal como ha puesto de manifiesto la encuesta, en especial, los beneficiarios de ayudas públicas (el 91% de los empresarios del ICO y el 74% de los empresarios avalados por una SGR no negocia en idiomas distintos al español). Por tanto, si los empresarios deciden crecer a través de la internacionalización, la barrera lingüística y la necesidad de contactar

con instituciones foráneas frene el acceso al mercado bursátil a través de AIM o Alternext. Precisamente esta debilidad del empresariado español se convierte en una oportunidad para el desarrollo del Mercado Alternativo Bursátil español frente al mercado bursátil tradicional. El mercado bursátil tradicional resultaba inaccesible para las Pymes, en especial las de los sectores tradicionales, por los escasos valores intangibles que pueden transmitir a este mercado, que se rige en muchas ocasiones por la confianza y la transparencia que se ofrece a los inversores, a través de su identidad corporativa, el desarrollo de actividades de I+D o el interés por los productos que se comercializan. Por esta razón, aunque el MAB se dirija específicamente a las Pymes, es necesario que se oriente en concreto a las Pymes con un alto potencial de crecimiento. Además, este nuevo mercado permitirá a las empresas que en él coticen acceder por un lado a fondos propios, necesarios ante el escenario de desapalancamiento de la economía, así como al crédito bancario, dada la reducción de asimetrías de información que producirá su cotización en el MAB.

Sin embargo, el éxito de la experiencia de los mercados internacionales es el referente que debería de guiar este proyecto, que supone una importante reforma estructural para adaptar el crecimiento a las nuevas exigencias del entorno. Además, la aparición de este mercado permite a la banca una nueva relación con las Pymes, a través de ofertarle productos específicos y adaptados, así como ayudarle en su última fase que es la de la salida de cotización en bolsa, combinando tareas de banca de inversión y otro tipo de servicios.

Por su parte, el análisis de los procesos de F&A entre Pymes supone una aproximación al comportamiento de las empresas que han tomado esta decisión, más cercana a la verdadera estructura del tejido empresarial español y complementa la teoría económica, que se centra más en los procesos de toma de control de las grandes empresas, especialmente las cotizadas. Sin embargo, son muchas las limitaciones al estudiar estos procesos: no existe una metodología aceptada, ausencia de series largas de datos, no siempre hay información para cada proceso de fusión o sólo se dispone de datos para una parte del proceso.

En todos los tamaños y sectores analizados, las empresas participantes partían de indicadores de eficiencia (rentabilidad, productividad y EBITDA) más desfavorables que la media de sus grupos de comparación, a excepción en ocasiones de la productividad y del EBITDA sobre cifra de negocios. Tras la fusión, estos indicadores mejoran o se mantienen, y apenas se producen efectos desfavorables derivados de estas operaciones societarias.

El estudio, **diferenciando por sectores**, evidencia que las pequeñas empresas industriales son las que muestran los efectos más favorables. Éstas pasan de una situación desfavorable en todas sus ratios de eficiencia, inferiores a la media del sector y tamaño a otra en la que la superan, alcanzando, de esta manera, mayor eficiencia que el conjunto de sus competidoras. En los sectores de la distribución comercial y de los servicios (no comerciales), las medianas empresas son las que

tras la concentración llegan a alcanzar unas rentabilidades y un EBITDA similares a su media de comparación, con lo que igualan su eficiencia y capacidad de generación de valor. Las pequeñas empresas de servicios no comerciales, mediante operaciones de fusión, y en una situación adversa en la que los desempeños de su tamaño y sector han empeorado, han conseguido mantener los suyos, ganando competitividad relativa. En la construcción se aprecian únicamente mejorías en la productividad de las microempresas, pequeñas y medianas empresas, que son más leves en los indicadores de rentabilidad. En el caso de las medianas también en el EBITDA relativizado con el activo total. Para el resto de los tamaños de los distintos sectores, no se observan efectos relevantes.

4. Recomendaciones y sugerencias de política económica.

Los resultados que se desprenden del análisis cuantitativo y cualitativo permiten plantear una serie de recomendaciones a efectos de mejorar el servicio y las prestaciones de los apoyos públicos, así como favorecer el acceso a la actividad emprendedora. De las ratios y sus componentes pueden destacarse medidas que permitan mejorar la eficiencia de las empresas, mientras que del análisis de la encuesta se deduce una valiosa información para las instituciones que gestionan los distintos apoyos, para subsanar las deficiencias detectadas.

Entre las recomendaciones que cabe extraer del análisis de eficiencia realizado destaca que en presencia de fallos de mercado y situaciones económicas adversas, resulta necesaria la intervención de apoyos públicos para reducir los problemas de acceso al crédito que tienen los emprendedores y los empresarios de empresas de reducida dimensión nacientes. Sin embargo, los apoyos que se configuren no deben dirigirse exclusivamente a facilitar la obtención de fondos, sino que además tienen que combinarse con otras actuaciones públicas que mejoren el entorno económico, legal y institucional en la creación de empresas, tales como la reducción y simplificación de los trámites necesarios para constituir una sociedad y una mayor flexibilidad en el mercado laboral, que favorezca el tránsito laboral a la actividad emprendedora. Igualmente, la alta dispersión de programas públicos y apoyos -financieros o no- a las empresas, recomienda el establecimiento de espacios, físicos o virtuales, que agilicen la coordinación entre los agentes y las instituciones encargadas de su gestión, de forma similar a la integración lograda con la Ventanilla Única Empresarial, apoyada por las Cámaras de Comercio, o el CIRCE (Centro Telemático de la red de creación de empresas), que reducen los trámites administrativos en la creación de empresas, al integrar telemáticamente a los distintos agentes implicados (agencia tributaria, comunidades autónomas, seguridad social, registro mercantil, etc.). Un registro encargado de la gestión de los diversos apoyos públicos a los que puedan acceder las empresas permitiría realizar una asignación más eficiente de los recursos, al poder ofertar al empresario la ayuda que más se ajuste a sus necesidades, reducir el plazo de tramitación y evitar la duplicación de ayudas.

Los sistemas de garantía recíproca o las ayudas procedentes del ICO no deben ser utilizados como la única vía para solucionar los problemas de carácter financiero. Si una empresa es mala prestataria lo seguirá siendo y, por tanto, de acuerdo a los criterios de racionalidad económica y presupuestaria, deben establecerse mecanismos que permitan la mejor distribución de los recursos entre los empresarios con dificultades, pero que al propio tiempo transmitan verdaderas señales al mercado de su integración personal y profesional con el proyecto a financiar. Esto exige intensificar la relación entre la entidad beneficiaria y la institución pública para recabar la información *ex-post* necesaria sobre la aplicación de los fondos. Sin embargo, un excesivo control es considerado negativo por parte de la entidad beneficiaria, al generar desconfianza, por lo que debe favorecerse una relación continuada durante toda la operación, así como un *feed-back* informativo en ambas direcciones. Es responsabilidad de las instituciones públicas integrar desde el diseño de las ayudas públicas indicadores cuantificables y razonables, en especial de tipo financiero, sobre el grado de aprovechamiento de las inversiones, que sean conocidos en todo momento por los prestatarios.

Por otro lado, al valorar la necesidad de la ayuda pública percibida, los empresarios avalados por una SGR han manifestado su mayor dependencia respecto a la ayuda. Sin embargo, algo menos del 10% de los empresarios beneficiarios han afirmado que sin los fondos obtenidos el proyecto empresarial hubiera fracasado. Este colectivo se compone en su mayor parte de mujeres, con una escasa tradición familiar y con dificultades para acceder a la financiación a largo plazo. Por tanto, para combinar eficiencia económica y social en la asignación de las ayudas, podría producirse una reorientación de los fondos concedidos hacia los beneficiarios que tuvieran mayores necesidades de financiación (colectivo de mujeres y desempleados) y aquellas empresas con un alto potencial de crecimiento. Esto supondría dejar fuera del sistema a aquellos empresarios que manifiestan que podrían haber obtenido la financiación en las mismas condiciones. Sin embargo, para retener a los empresarios que verdaderamente presente dificultades financieras, debiera ser el propio ICO el que tomará la última decisión a la hora de conceder la financiación, lo que supondría replantear la relación existente con sus agentes intermediarios.

Al analizar los componentes de la rentabilidad financiera, el **efecto impositivo** apenas muestra diferencias entre los distintos grupos. Desde el punto de vista fiscal, los gastos financieros se consideran deducibles en el impuesto de sociedades y, por tanto, son una partida relevante para las empresas que han solicitado apoyos financieros, beneficiadas por su deducibilidad fiscal. Sin embargo, si se atiende a la tasa impositiva del impuesto de sociedades, como expresión de la ganancia empresarial distribuida al Estado en forma de impuesto, las empresas de reciente creación valoran de forma negativa la fiscalidad existente en el momento de la constitución de la empresa, al soportar el tipo máximo impositivo. Entre las medidas aprobadas en la actualidad para las Pymes destaca la reducción del tipo impositivo al 25% (para los primeros 120.020.24 euros), aunque el

problema radica en el sistema actual de bonificaciones y deducciones, que no tiene en cuenta las características y comportamientos de las Pymes españolas. La mayor parte de las bonificaciones y deducciones consiguen una reducción del tipo efectivo para las grandes empresas, que sí realizan actividades de I+D, de formación de personal, de protección del medio ambiente, actividades exportadoras, etc. Los resultados de la encuesta han puesto de manifiesto que los emprendedores y empresas de reciente creación apenas realizan este tipo de actividades, por lo que difícilmente podrán aprovecharse de estos incentivos fiscales. Por todo esto, una posible recomendación en materia fiscal sería la **revisión de los actuales incentivos** para las Pymes, más allá de beneficios fiscales relacionados con su política de amortización y provisiones-deterioros de activos (posibilidad de amortización acelerada, libertad de amortización, admisión de provisiones por estimaciones globales, etc.) que solamente consiguen trasladar la carga impositiva a los siguientes periodos impositivos pero no reduce la presión fiscal en términos absolutos. Estas reformas necesarias pasarían por la aplicación de un tipo impositivo asociado al ciclo de vida de la empresa, con un tipo impositivo reducido durante los primeros años de vida empresarial que se fuera incrementado a medida que la empresa va creciendo y asegurando su supervivencia.

Otra recomendación que se propone es la intensificación de las políticas de marketing, en especial dentro del sistema de garantías recíprocas, para dar a conocer este tipo de apoyo y sus ventajas entre las Pymes. La encuesta ha puesto de manifiesto la escasa importancia de la publicidad de carácter institucional para captar la atención de sus potenciales usuarios, en especial, entre las empresas de reciente creación, por lo que sería conveniente desarrollar campañas de promoción, de forma similar a las emprendidas por el ICO, con una definición exacta del objetivo al que dirigirse así como de los canales en la que debe llevarse a cabo las acciones promocionales. Posiblemente, la mejor elección sea el establecimiento de estrategias de marketing con las propias entidades bancarias, aprovechando su relación más directa con los potenciales usuarios, en vez de recurrir a campañas publicitarias en medios de comunicación. De igual forma, sería necesario aumentar la participación de la Compañía Española de Reafianzamiento en las estrategias de promoción, como agente estatal que proporciona estabilidad y seguridad al sistema.

Una de las alternativas descritas para el crecimiento de la empresa ha sido el acceso al MAB. Bolsa y Mercados Españoles (BME) ha realizado el diseño y la implementación del mercado, pero es necesario su difusión y el apoyo de esta figura por todos los agentes afectados, en especial las administraciones públicas, autonómicas y locales. Los apoyos que la administración ofrezca tienen que tener como objetivo principal el atractivo de este mercado para sus potenciales inversores y facilitar los trámites de entrada a las Pymes. Por ejemplo, para a los inversores deben facilitarles beneficios de carácter fiscal, y para las empresas podría sufragarse parte del coste de salida a las bolsas de valores. Así, entre las medidas de la ley 30/2006 de reforma parcial del impuesto de la renta de las personas físicas y del impuesto de sociedades destacan dos medidas incentivadoras: la

exención de los dividendos que se perciban de entidades españolas -hasta un límite de 1.500€- y la tributación a un tipo fijo (18%) de las plusvalías obtenidas por la transmisión de participaciones de entidades españolas.

Finalmente, en relación a los procesos de F&A-Pymes, las recomendaciones serían de la misma índole que las descritas anteriormente, en el sentido de exigir a las administraciones públicas que realicen reformas fiscales, administrativas y mercantiles dirigidas a agilizar los procesos de concentración empresarial y las cargas administrativas derivadas de estos procesos, pero sin olvidar las políticas de defensa de la competencia, dados los posibles efectos negativos que podrían tener para los consumidores, aunque en menor grado que las fusiones de las grandes compañías. Además, las Pymes que se fusionasen podrían ser empresas con potencial de cotización en el MAB.

5. Líneas futuras de investigación.

La juventud de las empresas analizadas, el entorno cambiante y las alternativas propuestas para garantizar el crecimiento de las empresas abren un amplio campo de investigación y de continuidad futura.

Así, un primer aspecto en el que resulta interesante profundizar es el impacto de las políticas públicas de apoyo a la financiación en las empresas de reciente creación analizadas en un momento posterior al de su creación, esto es, durante su fase de crecimiento y consolidación. Los resultados de la investigación han demostrado como las ayudas percibidas por las empresas nacientes son eficaces para permitir el desarrollo y la supervivencia de las entidades durante sus primeros años, pero surgen tres cuestiones a resolver una vez que hayan devuelto la financiación recibida: la primera, cuál será la evolución de sus principales indicadores económico-financieros de eficiencia, esto es, mantendrán los valores alcanzados o decaerán sin contar con la ayuda; la segunda, cómo será su relación con las entidades financieras, es decir, siguen accediendo con facilidad a los recursos ajenos del sistema crediticio en condiciones normales de mercado o habrán perdido las ventajas financieras y de negociación alcanzadas; y la tercera, conocer si han solicitado nuevos apoyos financieros públicos. Con estas cuestiones se trataría de comprobar el grado de dependencia de las empresas respecto a los apoyos percibidos. Si del análisis se desprendiera una elevada dependencia, podría considerarse que no se han cumplido los objetivos a largo a plazo con los que diseñaron inicialmente estos sistemas de apoyo. Si bien, el problema podría encontrarse en los propios intermediarios financieros, que seguirían exigiendo a las empresas múltiples garantías para acceder a la financiación demandada.

No obstante todas estas preguntas se enmarcan dentro de un nuevo contexto económico. Aunque una de las conclusiones de la investigación es que las empresas que han recibido apoyos financieros se sitúan al final de periodo objeto de estudio –año 2006- en torno a los valores del CONTROL, o incluso por encima (ICO), resulta interesante conocer el verdadero comportamiento

que adoptarán estas empresas a partir del año 2007, en plena crisis financiera y con un entorno caracterizado por la el progresivo desapalancamiento de la economía. La reducción del crédito bancario, el incremento de los índices de morosidad y la reducción de las ayudas públicas obligará a las empresas que quieran mantenerse en el mercado a tomar decisiones financieras estratégicas, entre las que se encuentran las analizadas en el capítulo cuarto: los procesos de F&A y la salida a cotización en los mercados alternativos bursátiles. Todas estas consideraciones suponen un seguimiento en el futuro tanto de los planteamientos de la tesis como de las diversas muestras de empresas analizadas. Si en los próximos años se dispusiera de las mismas bases de datos a las que se ha tenido acceso en la presente investigación, podría determinarse el ciclo de vida financiero de las empresas de reciente creación: desde los años constitutivos, marcados por una elevada dependencia de la financiación a corto plazo, pero con acceso a recursos a largo plazo gracias al apoyo de los sistemas públicos, hasta su fase de crecimiento. En este fase de desarrollo, con ayuda de las bases de datos manejadas, podría identificarse si las empresas se han extinguido, han solicitado nuevos apoyos financieros o han tomado alguna de las iniciativas descritas.

Por otro lado, para profundizar más en el comportamiento de las nuevas iniciativas empresariales y emprendedoras, y considerar los efectos del entorno, se podría replicar el objetivo central de la tesis para los nuevos emprendimientos que se hayan producido a partir del año 2007, teniendo en cuenta el número total de nuevas constituciones de empresas, la evolución del tipo de interés y el volumen de ayudas públicas concedidas. Los posibles resultados de los indicadores de eficiencia empresarial y la valoración de las ayudas públicas recibidas, permitiría el establecimiento de un marco de comparación útil a la hora de diseñar y adaptar las ayudas públicas a las necesidades cambiantes de las Pymes de reciente creación y emprendedores. A priori, y a la vista de los resultados obtenidos en épocas de crecimiento económico (donde el aspecto financiero no era considerado por los empresarios como uno de los principales motivos del fracaso empresarial) y las exigencias actuales de empresarios y emprendedores en distintos medios de comunicación, hace suponer que en épocas de recesión la valoración del componente financiero y la disposición de fondos se conviertan en el aspecto primordial para la continuidad de la empresa.

En ese sentido, la realización posterior de una encuesta a una nueva muestra de emprendedores beneficiarios de apoyos públicos, con las mismas preguntas que las dispuestas en la investigación inicial, permitiría conocer si las entidades de promoción empresarial del Estado encargadas de suministrar los apoyos públicos y las propias administraciones públicas han mejorado el servicio que ofrecen a los emprendedores y han acometido las reformas necesarias (fiscales, de reducción de trámites administrativos para la creación de una empresa, etc.), y en especial, si estas medidas son percibidas por los destinatarios de las mismas.

Otra posible línea de investigación, de corte internacional, sería comparar los resultados de los sistemas públicos de apoyo a la financiación españoles con los apoyos similares que se otorguen en

otros países del entorno de la Unión Europea, en especial en Francia e Inglaterra. Este análisis permitiría conocer el grado de desarrollo de las políticas de promoción empresarial de la actividad emprendedora en España en el contexto europeo, así como la capacidad de respuesta de las empresas españolas para aprovechar los recursos obtenidos. Los datos contables de estas empresas se encuentran en la base AMADEUS. Sin embargo, el principal problema para llevar a cabo este análisis es la obtención de los datos de las empresas de reciente creación beneficiarias de apoyos financieros públicos, por ejemplo del OSEO BDPYME, similar al ICO español, o la sociedad de garantía recíproca SOCAMA, ambos franceses. Otra limitación de esta vía de estudio es la heterogeneidad de los sistemas públicos de apoyo presentes en la Unión europea, en lo referente al funcionamiento y a las posibles unidades beneficiarias de las ayudas, tal como se analizó en el capítulo segundo al describir el diferente funcionamiento de los sistemas de garantías recíprocas en el resto de los países de la Unión Europea.

Las futuras investigaciones relacionadas con el desarrollo del MAB quedan condicionadas al verdadero impulso que experimente este mercado en el futuro, así como al incremento de Pymes de alto potencial de crecimiento que coticen en el mismo. Es decir, el interés de su análisis dependerá de la promoción y el apoyo que reciba el MAB, no sólo por parte de las instituciones públicas, sino de las propias empresas e inversores, lo cual permitiría analizar si esta iniciativa realmente es una alternativa viable para permitir el crecimiento y la internacionalización de las Pymes españolas o, por el contrario, si acabará fracasando como su antecedente, el segundo mercado. Cualquiera que sea el devenir de este mercado, podrán analizarse las causas determinantes de su éxito o fracaso, y confirmar el efecto que la actual crisis económica y las necesidades de capitalización de las empresas, ante la reducción del crédito bancaria, tendrán sobre su desarrollo. Asimismo, en el caso de que el MAB cuente con un mayor número de empresas cotizando resultaría interesante realizar un análisis bursátil, no sólo en términos de eficiencia (rentabilidad bursátil, pay-out), sino también en términos de riesgo y volatilidad de los títulos, en comparación con los del mercado bursátil tradicional. De estos análisis sería esperable que las empresas que acudieran al MAB presentasen un PER (Price-earnings ratio) previsiblemente superior a las grandes empresas cotizadas y una volatilidad elevada (medida a través de la Beta del modelo de Sharpe), dado su mayor riesgo empresarial.

En relación a los procesos de F&A, sería necesario perfeccionar el estudio planteado, con una mayor información disponible, a través de una serie temporal más larga. La réplica del análisis permitirá conocer el verdadero comportamiento que experimentan las empresas tras el proceso de fusión, y así confirmar los resultados obtenidos en la investigación. Por otra parte, se podría profundizar en el comportamiento de las empresas fusionadas, comparando los resultados de las fusiones que se producen entre empresas pertenecientes a un mismo sector (en búsqueda de un

aprovechamiento de las economías de escala) con las que se producen entre empresas de sectores distintos (por motivos de diversificación de la empresa).

No obstante, la realización de la mayoría de los análisis que se han planteado quedan condicionados a la disponibilidad de datos económico-financieros para un horizonte futuro.

Finalmente, más allá de los resultados y conclusiones obtenidas, se sugiere de la investigación que para superar la actual situación de recesión y favorecer nuevamente el dinamismo empresarial, es necesario llevar a cabo medidas desde todos los ámbitos sociales, y no sólo desde las instituciones públicas y programas de apoyo financiero. De la promoción y el apoyo a la actividad emprendedora y a las empresas de reciente creación depende la recuperación de la **competitividad** de economía española. Según el último informe publicado por el *World Economic Forum* (Porter y Schwab, 2009:13), España ha descendido cuatro puestos en el ranking mundial, hasta situarse en el puesto 29 (con 4,59 puntos sobre un total de 7) y es el país que peor responde ante la crisis junto con Islandia. En situaciones de cambio hay que tomar medidas que permitan corregir errores, ya sea a nivel educativo, favoreciendo un espíritu emprendedor desde las aulas; laboralmente, flexibilizando el mercado de trabajo; legalmente, simplificando trámites administrativos y armonizando todos los procesos, a través del uso de las nuevas tecnologías de la información; académicamente, a través del estudio de la actividad emprendedora y de las empresas de reciente creación, y en especial, política e institucionalmente, a través de potenciar la actividad creativa, la productividad, y haciendo atractiva la idea de emprender, ya sea por el bienestar económico que se consiga o bien por el reconocimiento social y personal.