



# PATRONES FINANCIEROS PARA PYMES EN EXPANSIÓN

**José Luis Crespo Espert.**  
**Profesor Titular de Economía Financiera**

**Fernando Crecente Romero.**  
**Profesor Ayudante Doctor de Organización de Empresas**  
**Instituto de Análisis Económico y Social (IAES). Universidad de Alcalá**

## 1. CARACTERÍSTICAS DEL PATRÓN FINANCIERO DE LA PYME

La importancia de la Pyme en la economía española se manifiesta tanto en su alta presencia en el tejido empresarial como por el porcentaje que representan del empleo y el valor añadido que generan. Sin embargo, el acceso a las fuentes de financiación le resulta un problema mayor que a las grandes empresas. Esta situación es especialmente grave porque la financiación propia, el crédito bancario (préstamos, pólizas de crédito, líneas de descuento, etc.) y el crédito comercial son prácticamente las únicas fuentes de financiación a las que puede recurrir. La posibilidad de emitir deuda, a corto o a largo, o capital en los mercados les está prácticamente cerrada (Crecente, 2011). Esto supone una fuerte limitación en cuanto a los recursos que pueden obtener para afrontar su supervivencia y, en su caso, crecimiento, expansión o consolidación.

La Pyme obtiene los recursos propios únicamente vía retención de beneficios o por la aportación del empresario o de un pequeño grupo de socios. La cantidad de la que se puede disponer por estos cauces está limitada por el tiempo de supervivencia de la empresa y por los patrimonios personales de los socios, lo que siempre es una importante restricción, que se agudiza en microempresas y pequeñas empresas.

En la obtención de financiación bancaria tienen poco poder de negociación y deben aceptar las condiciones en que se le ofrece. En este caso, el volumen de financiación obtenido también está condicionado por el volumen de recursos propios y por las garantías que los socios puedan aportar a favor de la empresa. Tanto unos como las otras, en última instancia, respaldan los compromisos con los acreedores. Por ello, dentro del conjunto de las Pymes, el tamaño condiciona tanto en el volumen de recursos que pueden obtener como en el coste y a los plazos al que los consiguen. Cuanto menor sea el tamaño menor crédito, mayor coste y plazo menor. El coste superior y el plazo menor se deben a que los proveedores de financiación evalúan un riesgo mayor cuanto menor tamaño tiene la empresa.

Las condiciones en las que se consigue la financiación se añade como una dificultad más para su crecimiento y expansión a la hora de enfrentarse a la competencia con empresas de superior tamaño. El menor volumen relativo de crédito que obtienen y el menor plazo, además de hacer más frágil la estructura económica financiera de la empresa, le supone una restricción a la hora de poder acometer proyectos de inversión. En concreto, hace que el fondo de maniobra pueda ser menor de lo que sería recomendable y que se tengan que rechazar aquellos proyectos que precisen inversiones mayores y en



los que su plazo de recuperación sea mayor, aunque el *cash flow* generado a lo largo de un periodo más largo permitiera hacer frente a los costes y a la amortización de la financiación. Por tanto, cuanto menores sean las empresas más se inclinarán a sectores de actividad que requieran menores inversiones y plazos de recuperación más cortos. Se reservará para las medianas y grandes empresas aquellos sectores en el que los proyectos requieran mayor plazo pero proporcionen mayor rentabilidad. Por estas razones, para una mayor eficiencia de la economía es necesario favorecer el crecimiento y expansión de las Pyme y abrirles el acceso a nuevas fuentes de financiación no bancaria.

No obstante, la banca al financiar a la Pyme se convierte en un aliado valioso, no sólo por los fondos que le proporciona si no por el propio significado para terceros que tiene el haberle concedido esos fondos. La financiación que se obtiene de las entidades de crédito se produce después de que esta someta a una rigurosa evaluación los planes de negocio o proyectos de inversión que pretendan realizar emprendedores o empresas (Fernández de Lis y Rubio, 2011). Este análisis en el caso de las Pyme aporta un valor añadido, de esta forma cuentan con una opinión externa, con gran experiencia e interesada en el buen fin de la operación y, por ende, en la viabilidad económica de la empresa. Esto se convierte también en una señal informativa positiva para terceros y puede facilitar a la empresa captar nuevos socios o ganarse la confianza de nuevos proveedores y clientes.

Ya sea en la Pyme o en la gran empresa, tanto la financiación propia como la financiación ajena bancaria tienen un coste implícito o explícito superior a la financiación ajena obtenida en los mercados. Dentro de sus posibilidades de financiación, los fondos propios tienen un coste financiero implícito, que no se debe olvidar, superior al coste explícito de la financiación bancaria. Este mayor coste es debido al desfavorable tratamiento fiscal que tiene la remuneración de la financiación propia frente a la ajena y al mayor riesgo que comporta ser accionista que acreedor de una empresa. Por el contrario, los recursos propios

tienen la ventaja de no hacer que la empresa se enfrente necesariamente a un estricto calendario de salidas de tesorería. En la financiación bancaria se debe cumplir con los pagos periódicos por intereses y la devolución del principal de préstamos y créditos en fechas predeterminadas. No obstante, la remuneración del capital aportado por los socios y las reservas formadas en la empresa deberá también ser remunerada mediante el pago de dividendos o reparto de reservas en un periodo razonable de tiempo, de tal forma que los socios no liquiden su participación o incluso terminen con la actividad económica de la empresa.

Debido al mayor coste que supone la financiación propia respecto a la financiación ajena, la empresa, como una parte más de una siempre necesaria estrategia de reducción de costes, tiene un incentivo para incrementar el porcentaje que los fondos ajenos representan en el total de fondos de que dispone y sustituir capital por deuda. Este incentivo se ve reforzado por el hecho de que al disminuir la proporción de fondos propios la empresa tiene un mayor apalancamiento que aumenta su rentabilidad financiera para una misma rentabilidad económica pero con un mayor riesgo financiero. Es decir, aumenta el rendimiento que obtienen los socios por su inversión pero este rendimiento se hace más volátil.

No obstante, en la Pyme, y especialmente en aquellas en expansión, no es habitual que parte del capital sea reemplazado por deuda. Lo que es más normal es que la empresa cuente con la financiación máxima que sus socios puedan aportar y que a partir de ese montante la empresa capte el mayor volumen de financiación bancaria que le permitan los acreedores financieros. Además, como los fondos propios actúan como garantía frente a terceros, un incremento puede generar un aumento de la capacidad de financiación de la empresa mayor. Nuevas aportaciones de capital tienen un efecto multiplicador porque puede permitir captar nuevos recursos ajenos manteniendo el mismo nivel de apalancamiento. Un incremento de fondos propios también puede incidir positivamente en el montante y condiciones de la financiación comercial otorga-



da por los proveedores y en facilitar la contratación de líneas de descuento de efectos.

Respecto a la financiación comercial, esta es una financiación a corto plazo, de coste implícito y de montante variable. Su plazo depende de las facilidades de pago que otorguen los proveedores, su coste del descuento por pronto pago al que se renuncia al elegir pagar las compras de manera aplazada y su montante del volumen de compras y de la proporción que se deja pendiente de pago. Es una financiación de circulante que en la medida de lo posible, para facilitar el equilibrio financiero de la empresa, debe acompañarse con el montante, coste y plazo de la financiación que otorga la empresa a clientes por facturas y efectos comerciales pendientes de cobro y con la financiación que se obtiene de las líneas de descuento. En esta relación un elemento decisivo es la calidad de la cartera de clientes de la empresa y el correlativo control de su morosidad, factores a tener muy presentes en etapas de expansión de la Pyme. Téngase en cuenta que el pago de las deudas a los proveedores es de obligado cumplimiento según los plazos pactados, por lo que un incremento de la morosidad de los clientes, combinado con un bajo fondo de maniobra, puede llevar a situaciones de falta de tesorería que condujesen a incumplimientos de sus pagos e incluso tener consecuencias más graves. Por esa razón, precisa disponer de pólizas de crédito que le permitan disponer de fondos líquidos ante necesidades puntuales de mayor tesorería.

Ante las precedentes consideraciones, el patrón general de financiación que presenta la Pyme se puede resumir en que es una empresa que cuanto más joven es y menor tamaño tiene, su volumen de capital depende más de las posibilidades patrimoniales del empresario o de un número más limitado de socios. La cuantía de las reservas está condicionada por la corta vida media de las empresas. El riesgo corporativo es también el riesgo de sus propietarios, normalmente aportantes de las garantías que exigen los acreedores financieros. El montante que puede alcanzar de financiación ajena depende más que en las grandes de esas garantías, de la cantidad de recursos propios que inmoviliza y del coefi-

ciente máximo de apalancamiento que le permitan los acreedores. Esto tiene como consecuencia que tienen una proporción de deuda a largo plazo menor que las grandes y una mayor dependencia de la financiación a corto. Disponen, por tanto, de un menor fondo de maniobra, pudiendo llegar a ser negativo, cuanto menor es su dimensión y más reciente es su creación y el coste financiero que soportan es mayor cuanto más joven y de menor dimensión es la empresa. Por tanto, el sector en el que desarrollan su actividad debe caracterizarse por requerir inversiones con plazos de recuperación más cortos cuanto menores son las empresas.

En general, como se ha indicado, queda fuera del patrón general de financiación la posibilidad de acudir a los mercados para obtener recursos financieros a título de capital o a título de deuda, lo que lastra su crecimiento y expansión. Esto afecta a la Pyme de varias formas. En primer lugar, no pueden aprovechar para su expansión un tipo de intermediación financiera que les proporcionaría recursos más baratos. Acudir directamente a los inversores para pedir fondos le evitaría tener que pagar la parte correspondiente del margen financiero de intermediación que requiere la banca por su labor y riesgos asumidos. En segundo lugar, la emisión de deuda en el mercado les permitiría diversificar sus fuentes de financiación y aumentar su base de acreedores. Evitaría que los aportantes de fondos fueran sólo una o unas pocas entidades bancarias, restándoles poder de negociación, especialmente a la hora de refinanciar sus deudas. En tercer lugar, la emisión de capital permitiría acceder a la posibilidad de incrementar los fondos propios al poder llegar a una mayor cantidad de inversores fuera del círculo fundador. Esto no tendría que poner en peligro el poder del pequeño grupo de control de la empresa y puede tener, como se ha explicado, un efecto inducido positivo en el reforzamiento de la estructura financiera y de inversión la empresa. La obtención de capital permite obtener más financiación ajena a largo plazo. Además, la emisión de valores y posterior cotización de estos en el mercado secundario proporciona a las empresas en expansión o con-



solidadas un mayor conocimiento por la sociedad y un mayor prestigio ante clientes y proveedores. En definitiva, los principales condicionantes del patrón de financiación de la Pyme es su baja capitalización y prácticamente no poder emitir capital o deuda en los mercados. Por tanto, abrir nuevos patrones de financiación de la Pyme, particularmente en aquellas en expansión, exige rebajar las barreras que les dificultan el acceso a fondos propios y a realizar emisiones en el mercado.

## 2. RESTRICCIÓN CREDITICIA Y ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

Ante las características, posibilidades y limitaciones expuestas del patrón financiero de la Pyme hay que pensar en aquellas propuestas, que en el contexto actual de restricción crediticia, puedan ayudar a estas empresas a llevar a cabo el papel que tienen encomendado: ser el motor que permita recuperar un mayor nivel de actividad económica, creación de riqueza y empleo y, en definitiva, comenzar a abrir el camino para la recuperación económica.

Para poder explorar propuestas es necesario conocer las causas que explican la restricción crediticia y las consecuencias de que se prolongue en el tiempo. Entre las causas se encuentra el elevado nivel de endeudamiento privado y público de la economía, en donde las entidades bancarias, por su propia naturaleza, están elevadamente apalancadas e interrelacionadas entre sí. Este endeudamiento obliga a afrontar calendarios de pagos de principal e intereses por voluminosos importes y que deben ser refinanciados. A ello se le une el posible «efecto expulsión» o «*crowding out*» de la deuda pública y el menor acceso a los mercados de financiación internacional y el consecuente encarecimiento del coste de financiación, con una elevada prima de riesgo (Crespo *et al.*, 2011). Este encarecimiento se debe a una percepción extremadamente negativa, y no plenamente fundamentada, de la solvencia de los sectores empresarial, financiero y del Estado. Todo ello es, en definitiva, consecuencia de una crisis

de confianza que ha afectado incluso al mercado interbancario.

Según los datos proporcionados por el *Boletín Estadístico* del Banco de España (Banco de España, 2012) el volumen de crédito concedido por la banca ha caído el último año un 5,7 por cien, el endeudamiento empresarial se ha reducido un 3,3 por cien (el de los hogares un 3,7 por cien) y la morosidad se sitúa en el 10,5 por cien.

Desde la perspectiva del sector bancario la restricción crediticia está justificada por la necesidad de una mayor cautela en los procedimientos de análisis de los riesgos a la hora de otorgar nuevos créditos y préstamos a la Pyme. A lo que hay que añadir un imprescindible mayor rigor en la aplicación de modelos para la evaluación y gestión del riesgo de crédito global de las entidades. Estas mayores precauciones en la actividad crediticia se justifican por las peores perspectivas de la coyuntura económica que afecta a los resultados empresariales y el incremento de la morosidad, junto al incremento de la siniestralidad de las operaciones vencidas. No obstante, también se ha producido un descenso de la demanda de crédito ante unas peores perspectivas económicas que provoca una mayor incertidumbre sobre el buen fin de los proyectos de inversión de las empresas.

En esta coyuntura las Pymes son las más afectadas porque, como señala la OCDE en el informe de 2009 titulado *The Impact of Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Response* (OCDE, 2009), tienen más difícil reducir el tamaño para adaptarse a una menor financiación, están menos diversificadas, presentan menor capitalización, ratings crediticios más bajos y tienen menos opciones para acceder a los mercados financieros, dependiendo exclusivamente de la financiación bancaria. Estas razones, entre otras, hacen que la crisis haya provocado hasta ahora un elevado número de cierres.

Los efectos de la restricción crediticia sobre el tejido empresarial y social pueden ser peores si la situación se prolonga. Podría llegarse a la depresión de la economía e incluso se podría acompañar de una situación de deflación. La falta de la



principal fuente de financiación de las Pyme incide, como se ha visto, negativamente en la posibilidad de acometer inversiones y, por tanto, en la viabilidad futura de la empresa. Esto incrementa la morosidad, que pone en peligro a otras empresas, y, todo ello, favorece el incremento del desempleo y consecuentemente la disminución del consumo (Díez, 2011). Estas dos últimas consecuencias se ven, asimismo agravadas por el aumento de la presión impositiva en un intento de controlar y disminuir del déficit fiscal. De esta manera se pone en riesgo las perspectivas de futuro de la economía, por la contracción del PIB y de la demanda, con grave repercusión en la sociedad. Por estas razones es imprescindible romper esta situación.

En el presente contexto se hace imprescindible considerar aquellas iniciativas ya existentes que refuerzan la estructura financiera y la liquidez de la empresa: principalmente mediante aportaciones a los fondos propios y por la utilización de apoyos públicos que facilitan la financiación bancaria de la Pyme. Junto a las anteriores, es necesario explorar nuevas propuestas que las complementen y permitan un mayor grado de desintermediación bancaria.

Dentro de las aportaciones a la financiación propia, destacan la posibilidad de cotización de la Pyme en los mercados financieros a través del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), la toma de participaciones por fondos o sociedades de capital riesgo (SCR) privados e implicar en la financiación y gestión de las empresas tanto a redes de inversores, mediante la figura de *Business Angels*, como a los trabajadores de las mismas, mediante esquemas de participación financiera de los empleados (PFE) en la empresa. Igualmente importantes son los apoyos públicos dirigidos a reforzar los recursos propios que proporciona la Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA), la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (COFIDES, S.A.) y por AXIS, Participaciones Empresariales, sociedad gestora de entidades de capital riesgo (SGEGR) que pertenecen al Instituto de Crédito Oficial (ICO). Junto a las anteriores aportaciones directas al capital también se deben considerar medidas que propicien la auto-

financiación de la empresa por la constitución de reservas y por la posibilidad de amortización acelerada del inmovilizado.

Entre los apoyos públicos para el acceso a la financiación bancaria existen los proporcionados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), el que se facilita a través de los fondos de titulización para Pymes (FTPyme), las garantías para el acceso al crédito que proporciona el sistema de garantías recíprocas y los microcréditos para iniciativas emprendedoras de colectivos menos presentes en la actividad empresarial.

Estas iniciativas deberían tener un desarrollo más amplio. En las circunstancias actuales, sería deseable que pudieran extenderse a un mayor número de emprendedores y empresas y que el volumen fondos que movilizan fuera mayor. El objetivo es paliar los efectos que la destrucción de parte del tejido empresarial tiene (por falta de financiación para la inversión y de liquidez) en el empleo y la competitividad. Dentro de las posibles beneficiarias, debe prestarse especial apoyo a aquellas iniciativas emprendedoras y a empresas de carácter innovador, de base tecnológica (EBT), con alto potencial de crecimiento, exportadoras y las que se encuentran en ramas de actividad generadoras de alto valor añadido.

Las cifras que se muestran a continuación señalan la necesidad de incrementar los esfuerzos en las alternativas existentes de financiación de la Pyme. En el MAB, a septiembre de 2012, cotizaban 21 empresas. El volumen de recursos captados en 2011 por las SCR y SGEGR fue de 2.386 y el volumen de inversión de *Venture Capital*, financiación que beneficia especialmente a la actividad emprendedora en sus fases iniciales (semilla, arranque y otras fases iniciales), alcanzó sólo 208,8 millones de euros y ha caído en 2012 un 24%. La aportación de fondos propios a las Pyme por inversores privados, *Business Angels*, y por los trabajadores, PFE, es aún muy limitada pero tiene un gran potencial de crecimiento. Durante el año 2012, los fondos de titulización de Pymes han dado lugar a la emisión total de bonos por 3.689 millones de euros, de los que se destinan a nuevos créditos y préstamos para



Pymes 2.951,2 repartidos entre 2012 y 2013. En lo que a microcréditos se refiere, la última iniciativa en este sentido ha sido el convenio entre el Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad y Microbank para facilitar microcréditos para emprendimientos de mujeres, en concreto, mediante la habilitación de una línea de crédito de 10 millones de euros. En 2011 las sociedades de garantía recíproca formalizaron avales por 1.273 millones, cubriendo las garantías financieras a largo plazo otorgadas por las SGR de más 5.600 empresas. ENISA formalizó 634 operaciones de préstamo participativo por un importe que superó los 90 millones de euros. Tiene distintos programas dirigidos a emprendedores (programas jóvenes emprendedores y emprendedores sociales), a empresas en fase de crecimiento (programas competitividad, expansión y EBT) o de consolidación (programas MAB y fusiones y adquisiciones) y a Pymes innovadoras (destaca el programa Spain Startup Co-Investment Fund). COFIDES contó con una capacidad de financiación de 1.000 millones de euros para la toma de participaciones en capital, instrumentos de cuasi-capital y préstamos a medio y largo plazo destinados a proyectos de inversión en el exterior. AXIS como compañía de capital riesgo, participada al 100% por el ICO, gestiona el fondo FOND-ICOPymes, dotado con 422 millones de euros, que tiene como finalidad el apoyo a Pymes con planes de expansión, en las que se incluyen actividades de innovación internacional, mediante aportaciones de capital y préstamos participativos, en 2011 se ha incrementado su actividad inversora un 42%.

Por su parte, la financiación proporcionada por el ICO es la que mayor volumen tiene, ofrece un mayor abanico de posibilidades y alcanza a un mayor número de Pymes. El ICO durante 2011 realizó 251.000 operaciones de préstamo por un importe de 20.916,8 millones de euros. Ofrece diversas líneas de financiación en colaboración con entidades financieras (líneas de mediación) para acometer inversiones en activo fijo o no corriente, cubrir necesidades puntuales de liquidez, comenzar nuevos negocios, financiar exportaciones, realizar inversiones en el exterior

y apoyar sectores o actuaciones más específicas. Las líneas más importantes para los fines señalados son ICO-Inversión, ICO-GarantíaSGR, ICO-Liquidez, ICO-Emprendedores, ICO-Internalización e ICO-Exportadores. A través de las líneas de mediación en 2011 se formalizaron entorno a 240.000 préstamos por un importe de 16.043 millones de euros, durante el primer semestre de 2012 el importe alcanzado ha sido de 8.322,8 millones de euros. Ofrece, asimismo, otras posibilidades de financiación (estructurada, corporativa, institucional) de solicitud directa al propio Instituto y proporciona avales, a través del Fondo Jeremie, a empresas con proyectos de I+D+i y toma participaciones directas en capital, deuda subordinada y préstamos participativos, mediante el fondo FOND-ICOinfraestructuras (dotado con 1.000 millones de euros), para financiar inversiones en infraestructuras que se desarrollen en los sectores de transporte, energía y medioambiente e infraestructura social y servicios. Además, en 2011 abrió un mecanismo de financiación de pago a proveedores de entidades locales y comunidades autónomas, lo que ha permitido aliviar, en alguna medida, el efecto que el incremento de la morosidad tiene en el activo corriente de la Pyme y que, a su vez, le permite afrontar los vencimientos del pasivo corriente.

### 3. PROPUESTAS

La oferta existente de alternativas que facilitan la financiación de la Pyme presenta un amplio abanico de iniciativas privadas y apoyos públicos para el refuerzo del capital y la obtención de financiación mediante deuda. Igualmente, como se ha visto, dentro de ellas existen posibilidades para la financiación de nuevos emprendimientos y empresas de carácter innovador o de base tecnológica, para potenciar el crecimiento, expansión o consolidación de las Pyme, así como fomentar la actividad exportadora o, en alguna medida, sectores que generan un mayor valor añadido. No obstante, el alcance de estas facilidades de financiación para la Pyme en términos de recursos que movilizan y del número de sus



beneficiarios es limitado. Por ello, es necesario considerar el apoyo público con que cuentan y hacer propuestas de mejora que aumenten su alcance. Entre estas propuestas, en el contexto actual de restricción crediticia, toman especial relevancia aquellas que están destinadas a incrementar la financiación propia de las Pyme, aunque no hay que soslayar las medidas para facilitar la financiación ajena, que son, hasta el momento, las que mayor alcance tienen.

Respecto a la primera de ellas, el apoyo a medianas y pequeñas empresas con alto potencial de crecimiento para facilitar y favorecer su cotización en el MAB se ha concretado, hasta el momento, en ayudas económicas a empresas para su incorporación al mercado y en incentivos fiscales a la inversión en sus acciones. Las ayudas son ofrecidas por ENISA y de las Comunidades Autónomas de Andalucía, Galicia y Murcia. Los incentivos fiscales existen en las Comunidades Autónomas de Cataluña, Aragón, Galicia y Madrid. Estos incentivos deberían ser ampliados por la Hacienda Estatal a todos los inversores y a la inversión en todas las empresas, independientemente de la Comunidad Autónoma de residencia o domicilio social. Estos incentivos favorecerían la inversión de particulares en el MAB y, consecuentemente, la capitalización de las empresas y la liquidez de las acciones si se establecen deducciones en la cuota íntegra del impuesto sobre la renta para la inversión en ampliaciones de capital o en ofertas públicas de venta y diferimiento de las plusvalías en caso de reinversión en compañías del propio MAB.

Para potenciar el escaso desarrollo que en nuestro país tiene la participación de *Business Angels* y empleados en los fondos propios de la Pyme se debe desarrollar incentivos fiscales eficaces. Para el caso de aportaciones de capital realizadas por *Business Angels* en la constitución de una sociedad o en posteriores ampliaciones de capital de Pymes para su crecimiento, expansión o consolidación y que sean mantenidas durante un número mínimo de años es recomendable establecer deducciones en la cuota íntegra estatal del IRPF. En la Comunidad Autónoma de Cataluña existe una deducción en la cuota íntegra

autonómica para la inversión de *Business Angels* en minipymes (cifra de facturación menor a un millón de euros) de menos de tres años de vida que debería ser una medida que se adoptase por otras Comunidades Autónomas. Similar tratamiento fiscal, aunque con mayores deducciones, debería aplicarse a los empleados de Pymes que tomaran participaciones de capital en las empresas donde trabajan. Esto se uniría al incentivo fiscal, ya existente, de no tributación de los primeros doce mil euros de renta obtenida por el trabajador por la venta de acciones de la empresa y que haya mantenido durante al menos tres años. La financiación obtenida por las Pyme a través de esquemas de participación financiera de empleados (PFE) debería estimular productividad del factor trabajo y la inversión empresarial en activos intangibles como el capital humano y el capital organizacional, especialmente en empresas de alta contenido tecnológico o con bienes o servicios altamente diferenciados (Huerta y Salas, 2012).

Desarrollar en mayor medida el sector del capital riesgo permitiría una mayor capitalización de microempresas y pequeñas empresas en etapas iniciales o en procesos de crecimiento y expansión (*venture capital*) y de empresas no cotizadas en procesos de desarrollo o reflatamiento (*private equity*) (Martí, 2012). Para ello, sería necesario que se aportasen más recursos y que las operaciones tomasen un carácter transfronterizo. La Asociación de Entidades de Capital Riesgo en el *Informe 2012 Impacto Económico y Social del Capital Riesgo* (ASCRI, 2012) señala que los fondos de pensiones y las aseguradoras actualmente representan un porcentaje mínimo en la inversión en capital riesgo (1 por cien y 0,5 por cien, respectivamente) y que podría incrementarse notoriamente hasta porcentajes europeos (15,5 por cien y 10 por cien). Facilitar operaciones transfronterizas de captación de recursos e inversión precisa del desarrollo de un marco regulatorio común en la Unión Europea (UE) a partir de la Directiva AIFM (Alternative Investment Fund Managers) que, en algún grado, facilitaría la financiación de Pymes no cotizadas a través de Fondos de *Venture Capital*.



Los apoyos proporcionados por ENISA, COFIDES y AXIS con aportaciones temporales a la financiación de la Pyme mediante participaciones en capital o con instrumentos de cuasi-capital permiten reforzar los fondos propios de las empresas y, por tanto, la garantía para obtener nueva financiación ajena, pública o privada. Además, están orientados a emprendedores y empresas que puede propiciar un cambio en nuestro sistema productivo, como se ha señalado: emprendedores jóvenes, emprendedores sociales, *startups*, empresas innovadoras, con base tecnológicas y empresas en fases de crecimiento, expansión o consolidación, así como exportadoras y con planes de inversión exterior o de innovación internacional. El volumen de recursos canalizados por esta vía es escaso, pero no así el número de empresas que los han obtenido, y sería necesario un mayor esfuerzo público para incrementarlos y captar a nuevos inversores. Una vía para esto último, sería que cuando una empresa ha podido aumentar su capital mediante esta financiación pública se le facilitara los cauces para atraer inversores privados, especialmente particulares. En concreto, sería recomendable concederles ayudas económicas mayores que las ya existentes para el resto de empresas y, así, propiciar su salida a cotización en el MAB. También se debería ofrecer mayores incentivos fiscales a la inversión de los particulares mediante porcentajes más altos de deducción sobre la cuota íntegra estatal del IRPF. Esto se añadiría a las deducciones de carácter autonómico. Igualmente, debería potenciarse que pudieran emitir deuda en futuros mercados de renta fija para Pymes o en el anunciado mercado de pagarés privados.

Debe considerarse que la financiación que se consigue de ENISA, COFIDES o AXIS ha requerido de un riguroso proceso previo de análisis de la viabilidad de los planes de negocio y proyectos de inversión presentados por las empresas. Por ello, la decisión de participar en el capital que toman estas sociedades públicas es una garantía de mayor probabilidad de éxito de las empresas beneficiarias. Esto debe ser una señal que las empresas y la Administración envíen a los poten-

ciales inversores y que facilite una mayor aceptación de posibles emisiones de capital o de deuda y una mayor liquidez en la posterior negociación en los mercados habilitados. Lo que a su vez tendría un efecto positivo en la amplitud de estos mercados y en su conocimiento social.

Otras medidas para mejorar la financiación propia de las Pyme es favorecer la retención de beneficios como alternativa al reparto de dividendos y la libertad de amortizaciones.

La retención de beneficios permite una mayor capitalización de las Pymes. Por ello, si se mantienen en reservas durante un cierto tiempo debería estar incentivada mediante una tributación reducida y diferida hasta que se repartiesen dividendos a los socios. La libertad de amortización de inversiones en elementos nuevos de inmovilizado material e inmobiliarios afectos a actividades económicas permite diferir el pago de la cuota del impuesto. Esta medida facilita mayor *cash flow* en los ejercicios donde se imputan las amortizaciones y, por tanto, mayor activo circulante o corriente líquido para hacer frente a vencimientos de deudas en el corto plazo. La libertad de amortización además de mantenerse para las empresas de menor dimensión, con una cifra de negocios inferior a diez millones de euros, debería continuar para las medianas empresas. Es decir, para las Pyme no deberían ser de aplicación la limitación temporal y en cuantía establecidas por el RDL 12/2012 y, de esta forma, mantenerse lo previsto en el RDL 13/2010.

Dentro de las alternativas para mejorar la financiación ajena de la Pyme debe prestarse atención, en primer lugar, al potencial que puede presentar el desarrollo de un mercado de renta fija para emisiones de Pymes y que estén destinadas a particulares e inversores institucionales. El modelo de referencia para el desarrollo de un mercado de este tipo podría ser el proporcionado por el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda, SEND, de Bolsas y Mercados Españoles, creado en 2010 como una plataforma de negociación de renta fija privada destinada a los inversores particulares y en el que actualmente se





negocian emisiones de instituciones bancarias y grandes empresas. Incentivar a los particulares a acudir a un mercado de este tipo para Pymes beneficiaría a corto plazo la acogida que puede tener la recientemente anunciada creación de un mercado líquido de pagarés para Pymes. El actual tratamiento fiscal no proporciona una especial consideración a este tipo de inversiones, por lo que sería preciso mejorar su imposición en el IRPF.

Una propuesta es, llegado el momento, mejorar la tributación como incremento o disminución patrimonial de la diferencia entre el precio de compra y de venta o amortización de los activo de renta fija negociados. La razón es que los riesgos percibidos por los particulares en estos incipientes mercados pueden frenar su desarrollo por miedo ante posibles disminuciones patrimoniales. En concreto, los dos principales riesgos a considerar son el de liquidez y, en la coyuntura actual, la subida de la prima de riesgo de la deuda. El riesgo de liquidez es consecuencia de que al deshacer, en un determinado momento, una posición tomada, los inversores se vean penalizados en el precio de venta obtenido por la poca profundidad que puede tener la negociación de ese valor concreto (prima de liquidez). Por su parte, la subida en la prima de riesgo de la deuda pública se traduce de manera inmediata en la subida de los tipos de interés de las emisiones corporativas y en la bajada de los precios de la deuda ya emitida. Esto implica una disminución del valor de la cartera de deuda que tenga el inversor y una pérdida si no es mantenida hasta la amortización de los valores. Para aminorar el efecto que estos riesgos pueden tener se debería establecer coeficientes reductores sobre los rendimientos netos positivos de los inversores que mantuvieran sus posiciones más de un dos años o hasta la amortización de los valores. Igualmente, de modo similar a lo propuesto para la inversión en el MAB, se debería diferir la tributación por plusvalías si se reinvierte en valores del mismo mercado. Estas medidas tendrían varios efectos positivos: se compensaría a los inversores cuando sus rendimientos son negativos por las causas expuestas y han mantenido su

inversión más de dos años, se favorecería mantener la inversión hasta la amortización de los valores, se daría mayor liquidez a los valores que se hubieran emitido en momentos de menores tipos de interés y se favorecería la refinanciación de las empresas (especialmente a corto plazo mediante pagarés). De esta forma, se dotaría a estos segmentos del mercado de mayor profundidad y amplitud.

También es necesario un mayor desarrollo de la incidencia de las SGR en facilitar el acceso de autónomos, pequeñas y microempresas a recursos ajenos. Aumentar su alcance se muestra como una necesidad desde hace años, sin embargo no se ha avanzado mucho al respecto. Una iniciativa positiva ha sido el lanzamiento en abril de 2012 de la Línea ICO-GarantíaSGR dotada con 1.000 millones de euros y dividida en cuatro tramos (inversión, internacionalización, emprendedores y liquidez). El importe con que se ha dotado no parece que incrementará notablemente el número de operaciones realizadas, pero sí facilita un mayor conocimiento del servicio proporcionado por las SGR y, consecuentemente, mayor demanda de avales por los emprendedores y por las empresas de menor tamaño.

Respecto a los Fondos de Titulización de la Pequeña y Mediana Empresa (FTPYME) recientemente se ha anunciado la reforma de su mecanismo para fomentar la concesión de créditos a las Pymes. Esta nueva medida complementará las tomadas a partir de la Ley 26/2009, de Presupuestos Generales del Estado y por el Real Decreto-ley 6/2010, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo. Por tanto, es de esperar que la reforma vaya encaminada en la misma dirección y permita aumentar más los plazos de reinversión, disminuir el porcentaje de activos cedidos provenientes de préstamos y créditos concedidos previamente a Pymes y permitir que los fondos derivados de la titulización puedan destinarse a financiar activo circulante.

El desarrollo de los microcréditos para autónomos y minipymes es aún incipiente y poco extendido. Sin embargo, pueden tener un



importante impacto en la generación de autoempleo para colectivos sobre los que la actual crisis está incidiendo con especial gravedad: jóvenes, mujeres, inmigrantes, mayores de cuarenta y cinco años y parados de larga duración. Los convenios entre el Ministerio de Sanidad, Servicios Sociales e Igualdad con entidades financieras especializadas en este tipo de créditos deberían multiplicarse como medidas de prevención de la exclusión social y la pérdida de talento y capital humano.

Para apoyar la financiación de emprendedores, autónomos y Pymes también se debería fomentar nuevas formas de relación con los posibles aportantes de fondos. Algunas de las que señala el Banco de Inglaterra en su informe *Financial Stability Report* (Bank of England, 2012) son: préstamos directos (*peer to peer lending*), *crowdfunding* y fondos de préstamos. Las dos primeras aprovechan las posibilidades que Internet proporciona para ponerles en contacto directo mediante plataformas diseñadas a este fin. Por su parte, los fondos de préstamos ya están extendidos en los Estados Unidos y empiezan a desarrollarse en Europa, aunque principalmente dirigidos a grandes empresas, algunos conceden préstamos a Pymes.

Por último, la iniciativa más reciente para mejorar la financiación empresarial es la creación de las cédulas de internacionalización, innovación financiera recogida en el RDL 20/2012. Estas cédulas tendrán como activo subyacente préstamos concedidos para el apoyo a la internacionalización de las empresas españolas. De esta forma, se dota de mayor atractivo para las entidades financieras la financiación de la actividad inversora internacional y exportadora. Sería deseable que en el desarrollo normativo se prestase una especial consideración a los esfuerzos que están realizando las Pyme españolas en esa dirección.

## BIBLIOGRAFÍA

- ASCRI (2012), *Informe 2012 Impacto Económico y Social del Capital Riesgo*.
- Bank of England (2012), *Financial Stability Report*, junio de 2012.
- Banco de España (2012): *Boletín Estadístico*, septiembre de 2012, actualizado en octubre.
- Crecente, F. (2011), *Análisis de la financiación de la actividad emprendedora*, Madrid: Congreso de los Diputados.
- Crespo, J.L., Abellán, M.J. y García, A. (2011): «Crisis, restricción crediticia y Pyme», *Papeles de Economía Española*, núm. 130, 258-273.
- Díez, J.C. (2011), «Crisis de la deuda europea: ¿Crisis de emergentes o de sumergidos?», *Papeles de Economía Española*, núm. 130, 150-166.
- Fernández de Lis, S. y Rubio, A. (2011), «La nueva dimensión global de la banca», *Papeles de Economía Española*, núm. 130, 206-216.
- Huerta, E. y Salas, V. (2012), «La participación financiera de los empleados en la empresa: una política para la inversión y financiación en capital organizacional». En Crespo, J.L. y García, A. (dir.), *Pequeña y mediana empresa: Impacto y retos de la crisis en su financiación*, Madrid: Papeles de la Fundación de Estudios Financieros.
- Martí, J. (2012), «El reto de financiación de la Pyme en los mercados de capitales: Capital riesgo, redes de inversores, fondos de titulización y emisiones de deuda». En Crespo, J.L. y García, A. (dir.), *Pequeña y mediana empresa: Impacto y retos de la crisis en su financiación*, Madrid: Papeles de la Fundación de Estudios Financieros.
- OCDE (2009), *The Impact of Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Response*.