La financiación de las pymes en España: emergencia a corto, desafío a largo

La financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) constituye un elemento central en el complejo panorama que afronta la economía española. En primer plano, la crisis iniciada en 2008 ha generado restricciones financieras agudas que inciden de manera especialmente dura en las pymes. Como trasfondo, España arrastra desde hace décadas un problema estructural en el suministro adecuado de financiación a las empresas que abordan el reto de crecer. Ello no hace sino contribuir al endémico problema de la insuficiencia de escala de nuestro tejido empresarial.(1) Ciertamente, la situación de alarma ante la crisis está estimulando múltiples reacciones por parte de los agentes privados y las autoridades, buscando soluciones al acuciante problema de la ausencia de liquidez. Conviene, no obstante, que lo urgente a corto plazo no desvíe la atención de lo importante a la larga. En concreto, es deseable que las medidas que ahora se tomen incorporen elementos que mejoren las posibilidades de expansión de las pymes españolas. Esto pasa, necesariamente, por potenciar los canales e instrumentos que proporcionan financiación a largo plazo (la que permite ampliar las operaciones, ya sea acometiendo inversiones en nuevas plantas o establecimientos, ya sea adquiriendo otras empresas complementarias o competidoras).

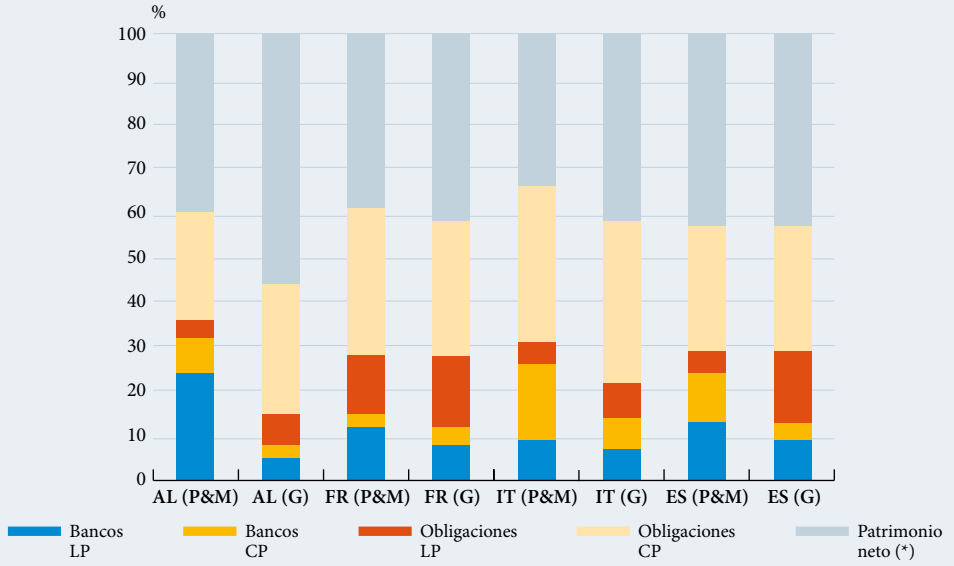
El gràfico siguiente presenta datos sobre la estructura de financiación empresarial según tamaño en España y otros países de su entorno.(2) Ayuda a ilustrar tres hechos estilizados bien contrastados en múltiples ocasiones. El primero es que las empresas pequeñas descansan básicamente en la autofinanciación, y cuando el tamaño aumenta la financiación externa tiende a ganar protagonismo.(3) El segundo es que la deuda constituye la modalidad de financiación externa dominante en las pymes, por delante de los instrumentos de capital. El tercero es que el canal básico de endeudamiento de estas empresas es el crédito bancario, que va cediendo espacio a la financiación vía mercado de capitales a medida que el tamaño crece. España es un buen exponente de estas pautas, destacando el peso relativamente menor de la financiación externa y, dentro de esta, la notable preponderancia de los préstamos bancarios, todo ello en paralelo a la menor escala de sus empresas. Algunas preguntas asaltan inmediatamente: ¿qué explica estos hechos estilizados?, ¿es una dinámica mejorable?, ¿cómo?

En el plano conceptual se manejan dos elementos fundamentales que explican las dificultades u obstáculos que afronta una empresa pequeña para acceder a la financiación externa. El primero es la existencia de un problema

(1) Véase el recuadro «Empresa y productividad: una cuestión de tamaño», en este mismo volumen.
(2) Tomado de O. Arce, E. López y L. Sanjuán, «El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales», Documento de Trabajo n.º 52, CNMV (2012).
(3) Esta circunstancia no se aprecia debidamente en el gráfico, dado que la rúbrica «patrimonio neto» engloba tanto los recursos generados internamente como los captados externamente (bolsa, *private equity*, etc).

ESTRUCTURA DEL PASIVO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Promedio 2000-2009



NOTA: (*) Incluye capital, reservas, provisiones y devengos. P&M: Pequeñas y medianas empresas; G: Grandes empresas. AL: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; ES: España.

FUENTE: CNMV.

más severo que en el caso de las empresas grandes de «asimetría de información» entre los financiadores potenciales y el empresario/gestor. Es decir, un problema de opacidad (típicamente unido a una menor capacidad de ofrecer garantías) que frena o encarece la financiación. Esto es especialmente relevante cuando se pretende apelar a los mercados de capitales, y algo menos cuando se recurre al crédito bancario, en la medida que entidades bancarias adecuadamente preparadas pueden realizar tareas de vigilancia y control sobre la empresa. El segundo es estrictamente la cuestión de la escala: los costes de algunos instrumentos de financiación externa son tan altos que convierten en prohibitiva su utilización para operaciones de bajo volumen. Esto es lo que ocurre al considerar los costes (por procedimientos legales, comerciales, administrativos, etc.) de una emisión de bonos en el mercado de capitales, y más aún en el caso de una salida a bolsa. Además de este tipo de factores referidos a la «oferta», son importantes también los que limitan la «demanda», en especial las reticencias de muchos pequeños empresarios a aceptar lo que conciben como injerencias en el control de la empresa.

Numerosos estudios han documentado que la eliminación de obstáculos a la financiación reporta beneficios para el conjunto de la economía y la sociedad.[4] Más en concreto, una conclusión ampliamente aceptada[5] es que resulta muy fructífero ampliar las posibilidades de financiación de las pymes, en especial facilitar su acceso a recursos estables de largo plazo, procedentes de proveedores diversificados, y referidos tanto al capítulo de capital como al de deuda (permitiendo así optimizar la estructura de pasivo con arreglo a la evolución de las condiciones, y acom-

(4) Destacan las aportaciones pioneras de R. Levine, «Finance and Growth: Views and Agenda», *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, (1997) y la de R. Rajan y L. Zingales, «Financial Dependence and Growth», *American Economic Review*, Vol. 88, (1998).

(5) Véase T. Beck, A. Demirguc-Kunt, L. Laeven y R. Levine, «Finance, Firm Size and Growth», *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 40, (2008).

pasando el proceso de crecimiento). Esta observación es de especial relevancia para España en el actual proceso de reforma profunda del sector financiero, ya que se abre la oportunidad de corregir ineficiencias y carencias que han ido acumulándose al hilo tanto de la regulación como de las prácticas de los agentes privados.(6)

A las propias pymes les conviene hacer todo lo posible por mejorar la transparencia sobre su actividad ante los posibles financiadores. La vía directa es comunicando su estrategia, proporcionando puntualmente sus cuentas auditadas, informando de hechos relevantes, etc. Una vía indirecta es profesionalizando la gestión y mejorando las prácticas de gobierno corporativo. La incorporación de consejeros independientes o la entrada de accionistas con buena reputación suelen significar una señal positiva para el resto de inversores y prestamistas. Por otro lado, instrumentos que permiten ampliar las posibilidades de ofrecer garantías (como por ejemplo las Sociedades de Garantía Recíproca) podrían utilizarse con más profusión. A las autoridades les corresponde diseñar las reformas regulatorias atendiendo simultáneamente a las necesidades apremiantes del corto plazo y los desafíos del largo plazo. En este sentido, mercados bancarios y mercados de capitales (acciones y bonos) son áreas que deben complementarse para permitir la financiación de la expansión de las pymes en condiciones satisfactorias.

En cuanto a los canales bancarios, conviene vigilar que los efectos combinados de las múltiples iniciativas de reforma en respuesta a la crisis no generen incentivos perversos de cara a la financiación de las pymes con potencial de crecimiento. Un ámbito determinante es la estructura y configuración del sector. El modelo de «banca universal y relacional» ha demostrado sus ventajas: disponer de un grupo de entidades con elevada capilaridad sobre el terreno (cercanas por lo tanto a las empresas), a la vez que músculo y *know-how* financieros, permite acompañar a las pymes en su proceso de crecimiento, ofreciéndoles una gama amplia de productos y servicios (desde los propios de la banca comercial a los más asociados a la banca de inversión). Y todo ello cultivando las relaciones de confianza a largo plazo. Sería, pues, conveniente que las reformas preservasen este modelo. Otro frente importante es la regulación prudencial bancaria (solvencia y liquidez), cuyo endurecimiento es una amenaza que planea sobre la oferta de crédito en general y para las pymes en particular. Hay elementos de esta regulación que pueden ser trascendentales, como por ejemplo el tamaño máximo para recibir la consideración de pyme, que convendría elevar.(7)

Por lo que respecta a los mercados de capitales, las actuaciones de las autoridades deberían ir dirigidas a facilitar el acceso en condiciones razonables de las pymes: eliminar barreras y rebajar costes son los objetivos. Los mercados de capitales de renta fija han sido tradicionalmente coto de las empresas grandes, por los motivos antes mencionados. Ello está significando un privilegio, ya que durante estos últimos años de crisis financiera los mercados de bonos corporativos internacionales han mantenido un vigor envidiable, en contraste con la atonía del crédito bancario. Aunque su posición de partida no es muy propicia, España podría sumarse a los esfuerzos que diversos países están empezando a realizar para que las pymes se adentren en estos mercados. El Reino Unido es un caso destacado, con proyectos como la creación de agencias que centralicen y agreguen las emisiones.(8) Asimismo, la reciente creación de la plataforma SEND para la negociación electrónica de renta fija es un instrumento que puede ser de gran ayuda en este propósito.

Los mercados de renta variable constituyen un terreno más conocido, pero lo cierto es que poco transitado, por la pyme española. Cabe diferenciar dos grandes ámbitos: el mercado alternativo bursátil (MAB) y el *private equity*. En 2008 tuvo lugar la creación de MAB Expansión, un segmento específicamente concebido para las empresas de

(6) Pueden consultarse las ponencias del «Seminario sobre la Financiación de las Pymes» organizado por el Banco de España y la CNMV en febrero de 2012. También la monografía «Pyme: impacto y retos de la crisis en su financiación» de la Fundación de Estudios Financieros (2012).
(7) Véase la Circular 3/2008 del Banco de España.
(8) «Boosting finance options for business», Report of industry-led working group on alternative debt markets, U.K. Government, March 2012.

crecimiento. Los resultados están siendo prometedores, pero lejos todavía de su verdadero potencial. Es necesario insistir en el empeño, mediante acciones divulgativas y relajando donde sea posible los requisitos de acceso.(9) El desarrollo del *private equity* presenta también un recorrido de mejora muy amplio en España, especialmente en el segmento crítico del capital desarrollo. La lista de medidas que podrían potenciarlo es amplia, pero en estos momentos las más resolutivas no harían referencia a las propias entidades o fondos de *private equity*, sino al resto de agentes involucrados. Es crucial, en primer lugar, cambiar la predisposición de los pequeños empresarios, fomentando actitudes más abiertas respecto al gobierno corporativo y al control accionarial. En segundo término, estimular las fuentes de financiación última de las entidades de *private equity*, por ejemplo a través de los fondos de inversión, de pensiones y las compañías de seguro.

Todas estas consideraciones en modo alguno constituyen una lista exhaustiva, pero sí permiten advertir el amplio campo de acción existente para las políticas públicas y la iniciativa privada en el ámbito de la financiación de las pymes, particularmente en el reto que supone impulsar su crecimiento a largo plazo.

(9) Incluso un país con mercados bursátiles tan desarrollados como Estados Unidos sigue promoviendo iniciativas de referencia, por ejemplo la recién «Jumpstart Our Business Start-Ups Act», que pretende aligerar los requisitos regulatorios de las empresas que salen a bolsa.

Este recuadro ha sido elaborado por Pilar Buil y Avelino Hernández
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"