
FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN UN CONTEXTO INTERNACIONAL

LOS INSTRUMENTOS DISPONIBLES

FRANCISCO ESCRIBANO
ISABEL PARDO

Facultad de Ciencias Económicas
y Empresariales
Albacete

La Unión Europea define oficialmente a las pequeñas y medianas empresas como aquellas que tienen menos de 250 trabajadores, que pueden tener un volumen de negocio anual de hasta 50 millones de euros o cuyo balance no excede de 43 millones de euros (Comisión Europea, 2003). Las pequeñas y medianas empresas, explican una parte importante del

crecimiento económico de la Unión Europea, crean más empleo que las grandes empresas, tienen ventajas en determinadas innovaciones y contribuyen a introducir competencia (European Commission, 2010a).

En general, en el período comprendido entre 2002 y 2008, el número de pequeñas y medianas empresas ha crecido un 13 por 100 y han creado, en términos absolutos, 9,4 millones de empleo. En 2008, en la Unión Europea había más de 20 millones de empresas, de las cuales sólo 43.000 eran grandes empresas. Por tanto, el 99,8 por 100 de todas las empresas en Europa y empleaban a dos tercios de los trabajadores (European Commission, 2010a).

Esta importancia se distribuía de manera desigual por el conjunto de la Unión, mientras que en Italia o Grecia eran las pequeñas empresas las que generaban más de la mitad del empleo, en el Reino Unido este papel correspondía a las grandes empresas. En el caso de España, según del Directorio Central de Empresas (DIRCE), a fecha de 1 de enero de 2009, había un total de 3.350.972 empresas, de las cuáles un 99,8 por 100 correspondían a empre-

sas de pequeño y mediano tamaño, es decir las empresas que tenían entre 0 y 249 empleados.

Pese a su importancia, es conocido y ampliamente analizado por la literatura económica y los diferentes informes de la Unión Europea, que las características de las pequeñas y medianas empresas suponen una posición competitiva más débil. Su tamaño es una desventaja para desarrollar su actividad en un entorno legal, fiscal y administrativo cada vez más complejo; para introducir innovaciones y acceder a programas y actividades de investigación, para situarse en los mercados exteriores o para acceder a recursos financieros tanto al inicio como en las fases de expansión de su actividad. Estas características diferenciales, su importancia en la generación de empleo y su comportamiento positivo en épocas recesivas explican políticas de apoyo a las pequeñas y medianas empresas.

En el caso de la financiación, las pequeñas y medianas empresas afrontan diferentes problemas (Hughes y Storey, 1994). El principal problema es el elevado coste que supone acceder a los recursos así como las garantías y condiciones que se les exigen para acceder a los mismos (Fonfría, 2006). Aunque

el trabajo de Modigliani y Miller (1958) indica que, bajo determinadas condiciones de funcionamiento de mercado, la estructura financiera es irrelevante; la inexistencia de mercados financieros perfectos contradice dicha afirmación. En realidad, la existencia de información asimétrica o costes de transacción, condicionan el acceso de las pequeñas y medianas empresas a los recursos financieros. Diversos estudios empíricos han analizado los factores que influyen en las decisiones de financiación de las empresas, señalando, entre otros, el sector de actividad y el tamaño empresarial (Harris y Raviv, 1991). Para el caso español, Jiménez y Palacián (2007) constatan que el tamaño de la empresa sí que influye en las decisiones de financiación (1).

Los problemas de financiación también influyen en el grado de internacionalización de las pequeñas y medianas empresas. Sus dificultades para introducirse en los mercados internacionales están relacionadas con el menor conocimiento que tienen de los mismos pero también con las dificultades para financiar sus operaciones en el exterior.

En definitiva, las dificultades financieras de las Pymes no condicionan solamente su proceso de creación, sino que también dificultan sus posibilidades de consolidación, entre otras vías, al dificultar su proceso de internacionalización.

En este sentido, es relevante analizar conjuntamente los aspectos financieros relacionados con la internacionalización de las Pymes. En un entorno de creciente globalización de los mercados es necesario que las empresas integren, dentro de sus estrategias de negocio, la internacionalización como una de las estrategias claves para alcanzar un crecimiento estable y sostenible.

El objetivo de este trabajo es analizar las necesidades de financiación de las Pymes en un contexto internacional. Para ello, tras la introducción al objeto de la investigación, se expone el perfil de las Pymes que compiten en el ámbito internacional. En el tercer apartado se analizan cuáles son los factores que explican el éxito internacional. El cuarto desarrolla los instrumentos de financiación disponibles y más adecuados para favorecer la internacionalización de las pequeñas y medianas empresas. El trabajo termina con una breve discusión de los principales resultados.

PERFIL DE LA PYME INTERNACIONAL ↓

El grado de internacionalización de la empresa se suele medir a través de un conjunto de actividades que relacionan la empresa con el exterior. En un entorno globalizado el grado de internacionalización de las empresas excede las operaciones habituales de exportación e importación; las nuevas formas de negocio, el cambio en los canales de información o la relación comercial, son elementos que hay que considerar, además del nivel de ventas de las empre-

sas, para determinar el grado de internacionalización de las empresas de un país

Por ello, junto a las habituales, como son la actividad exportadora y la importadora, también hay que considerar las inversiones directas en el extranjero, la cooperación tecnológica con empresas extranjeras y la subcontratación de servicios con empresas externas. El éxito en la internacionalización de la empresa está ligado con el mayor nivel en las actividades indicadas, aunque es el nivel de exportaciones el que se suele seguir utilizando para medir el grado de internacionalización de la Pyme.

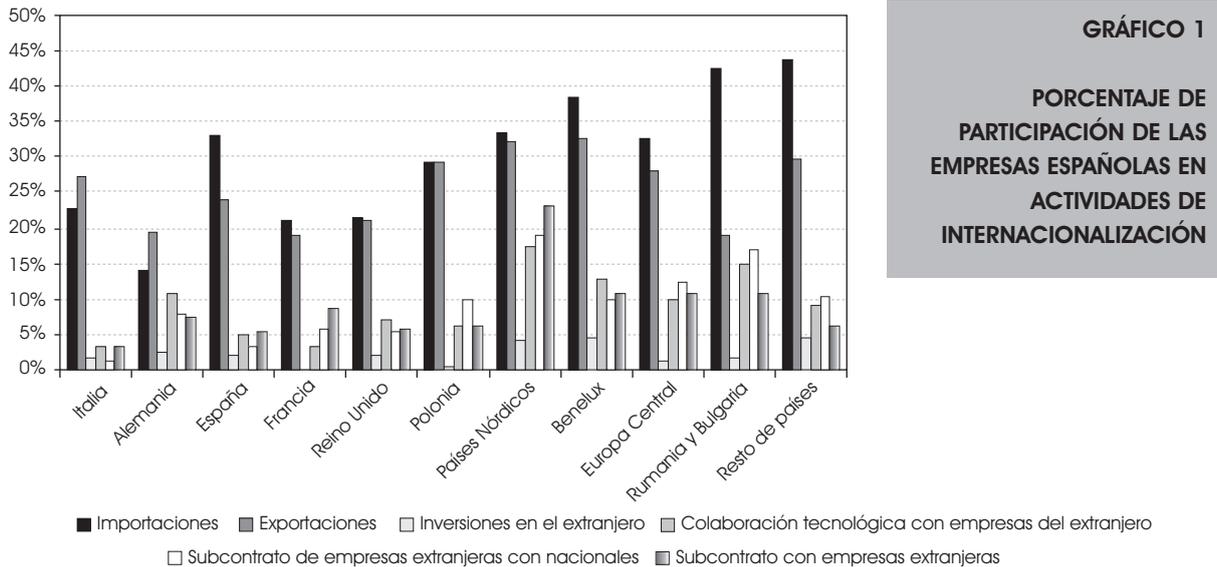
El estudio de la Comisión Europea (2010b) analiza la situación de la pequeña y mediana empresa en los 27 países de la Unión Europea y su grado de internacionalización teniendo en cuenta las cinco actividades más relevantes, exportaciones, importaciones, inversiones en el extranjero, cooperación tecnológica entre países y la subcontratación de servicios entre empresas de distintos países. Se puede destacar de dicho informe, tal y como se refleja en el gráfico 1, que el nivel de exportaciones de la Pyme española está en el 24%, por encima de países como Alemania, Francia, Reino Unido, Rumania y Bulgaria.

En cuanto a las importaciones, el 33% de las Pymes realizan dicha actividad; el 2% realiza inversiones en el extranjero, el 5% tiene colaboraciones tecnológicas con empresas extranjeras, el 3% de las empresas han realizado en nuestro país algún subcontrato de una empresa extranjera y el 5% de las empresas españolas ha realizado subcontratos en el extranjero. De acuerdo con estos indicadores, el nivel de internacionalización de la empresa española está por encima de la media de las empresas europeas.

De acuerdo con estas variables, se observa que las exportaciones se incrementan en aquellos países que tienen sus empresas a menos de 50 kilómetros de distancia del extranjero, siendo el 76% de estas exportaciones entre países de la Unión europea, el 49% entre países limítrofes, 30% entre otros países europeos y el 21% con Norteamérica. Las importaciones tienen un comportamiento similar; el mayor porcentaje de actividad es entre empresas de países de la UE (84%) y entre países limítrofes el 44%.

Del resto de actividades de internacionalización, únicamente el 7% de las empresas tienen una cooperación tecnológica con empresas extranjeras, influyendo de manera considerable el tamaño de la Pyme; sólo un 7% de las micropymes y un 12% de las pequeñas realizan cooperación tecnológica, incrementándose este porcentaje hasta el 22% en las empresas de tamaño medio.

En general el perfil de la empresa exportadora en Europa, es el de empresas situadas en países pequeños, con una densidad de población baja, con una inversión en I+D+i relevante, con unos recursos humanos capacitados para afrontar nuevos retos de gestión, con experiencia suficiente y sin problemas en idiomas



FUENTE:
Elaboración propia, a partir de los microdatos de la encuesta realizada para la elaboración del informe *Internationalization of European SMEs*.

para poder realizar actividades de internacionalización (Comisión Europea 2007, 2010b).

Sin embargo, siguen existiendo barreras que impiden o retrasan la internacionalización. El informe de la Comisión Europea (2007) expone que las políticas de apoyo a la internacionalización de la Pyme deben garantizar el acceso a recursos financieros suficientes y asequibles como prerrequisito para la internacionalización.

FACTORES DE ÉXITO DE LA PYME INTERNACIONAL ↓

¿Cuáles son los factores que favorecen el éxito de las pequeñas y medianas empresas? El éxito de cualquier empresa está ligado a su competitividad, es decir, su capacidad de competir en los mercados nacionales y/ o internacionales. Es su capacidad para mejorar su posición relativa frente a otros agentes económicos, en este caso empresas, lo que explica las diferencias entre las organizaciones empresariales que tienen éxito y las que no.

Lógicamente para tener éxito es necesario que las empresas adopten una estrategia que les permita mejorar su competitividad y para ello hay que conocer cuáles son los factores que favorecen la misma. Numerosos estudios analizan los factores internos de las empresas que explican sus factores de éxito o competitividad (Rubio y Aragón, 2009). Aunque el estudio de los factores de éxito, casi siempre ha estado vinculado a las grandes corporaciones, la importancia cuantitativa y de generación de empleo y riqueza por parte de las pequeñas empresas ha favorecido que cada vez se preste más atención a los factores de éxito de las Pymes.

Para Rubio y Aragón (2009), de acuerdo con la literatura económica al respecto, los elementos que contribuyen a la competitividad y al éxito de la Pyme

son la posición tecnológica, los recursos comerciales, la calidad de los productos y servicios, la gestión de los recursos humanos, las capacidades directivas, la flexibilidad de la estructura organizativa, los sistemas de información, la cultura y la cooperación. El análisis de estos elementos pone de manifiesto que, además de la existencia de determinados recursos, también es importante el uso que se haga de los mismos. En este sentido, Fernández y Revilla (2010) señalan factores que tienen un efecto ambivalente y, aunque tradicionalmente se ha considerado que son una desventaja para las Pymes, en el entorno actual pueden ofrecer oportunidades. Los recursos financieros, físicos, tecnológicos, relacionales y humanos pueden ser fuente de ventajas competitivas en las Pymes.

Un entorno globalizado y cambiante como el actual, las pequeñas y medianas empresas tienen oportunidades para competir. Por ejemplo, estos mismos autores indican cómo los avances tecnológicos han supuesto la ruptura de muchas cadenas de valor, lo que ofrece la oportunidad a las pequeñas empresas de insertarse en ellas; también pueden introducir más fácilmente las necesidades ambientales que las grandes empresas. Igualmente la gestión que haga el empresario de los recursos puede mejorar los resultados.

No obstante, los recursos financieros siguen condicionando la actividad de las pequeñas y medianas empresas así como el cambio de sus estrategias. En este sentido hay que señalar que los estudios empíricos realizados en distintos países muestran que la exportación es una actividad selectiva entre las empresas de una industria y que pertenecer al colectivo de exportadoras no es un fenómeno aleatorio. Normalmente, son las grandes empresas y las más productivas las que pertenecen al colectivo de exportadoras, es decir, surge una relación negativa entre el tamaño de la empresa y la internacionalización (Laborda y Salas, 2010).

Por otro lado, la empresa internacionalizada suele coincidir con empresas que hacen un esfuerzo importante de inversión en I+D+i (2). De acuerdo con los trabajos empíricos para la economía española que han utilizado la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), Lorda y Salas (2010) señalan la exportación es más frecuente en las empresas que hacen I+D. Algunos casos de internacionalización de las Pymes van ligados a la innovación, por tanto una de las claves del éxito que permite que un porcentaje importante de sus ventas se realicen en el exterior, o que incluso pueda disponer de filiales productora o comercial en otros países se debe a la innovación.

En definitiva, aunque la internacionalización o la inversión en I+D+i están negativamente relacionadas con el tamaño empresarial, en las últimas décadas se constata que si bien el tamaño puede influir, son cada vez más numerosas las empresas que utilizan los recursos estratégicos para obtener ventajas competitivas y garantizar su supervivencia en un contexto globalizado y dinámico. De acuerdo con el perfil de las empresas exportadoras expuesto previamente para el conjunto de los países europeos, son las empresas que realizan una inversión en I+D+i más relevante las que tienen mayor presencia internacional.

En definitiva, cada vez son más abundantes las empresas que se plantean al acceso a los mercados internacionales como estrategia básica en su crecimiento e, incluso, para garantizar su supervivencia. El uso adecuado de los recursos tecnológicos y humanos les permite adaptarse a las nuevas situaciones del entorno.

Según el Flash Eurobarometer 2009, el acceso a la financiación sigue siendo uno de los principales problemas que señalan las Pymes. Este hecho no cambia, por tanto, respecto al informe de la Comisión Europea de 2007 que señalaba la falta de recursos financieros para su internacionalización. La escasez de recursos financieros adecuados y flexibles puede limitar los cambios de estrategia empresarial que quieran desarrollar las empresas más dinámicas e innovadoras que coinciden, además, con las de mayor crecimiento.

FUENTES DE FINANCIACIÓN PARA LA PYME INTERNACIONAL †

Para competir con éxito en los mercados internacionales es necesario contar con los recursos adecuados. Aunque son diversos los factores que garantizan el éxito de las empresas en su estrategia internacional, la carencia de recursos financieros puede dificultar, tal y como se ha indicado, la internacionalización de las pequeñas y medianas empresas. En un contexto de crisis financiera es más importante, si cabe, que el sistema financiero desarrolle instrumentos adecuados para que las Pymes realicen sus actividades de negocio en condiciones óptimas para afrontar los retos de un entorno cada vez más abierto y competitivo.

Los instrumentos financieros puestos a disposición de la Pyme se pueden clasificar en función de las nece-

sidades de la Pyme, si es para su constitución, para realizar nuevas inversiones en su negocio o para hacer frente a nuevas actividades como la internacionalización.

En este trabajo se hace referencia a las fuentes de financiación a las que las Pymes tienen acceso para financiar su actividad de internacionalización. Estos recursos financieros pueden ser proporcionados tanto desde el ámbito privado como desde el ámbito público.

La financiación de negocios vinculados con el exterior es considerado habitualmente como actividad de riesgo por la mayoría de los financiadores; por ello, las fuentes de financiación tradicionales vía entidades de crédito son escasas y no suelen cubrir dichas inversiones, ya que los criterios para otorgar financiación descansan en la garantía, de las cuales estas empresas adolecen. En estos casos hay varias fuentes de financiación, entre las que destacan, los inversores ángeles (*Business Angels*), el capital riesgo, las Sociedades de Garantía Recíproca y el apoyo de las Administraciones Públicas.

Los *Business Angels*, ángel inversor o ángel de los negocios, suelen ser inversores particulares que confían en la idea de negocio y realizan la actividad de financiación de manera informal. El informe GEM 2009 para España indica que este tipo de inversor pertenece al entorno próximo del emprendedor bien familiares o amigos de las personas emprendedoras. La familia representa el 65,3 por 100 de la inversión informal, la inversión media que realizan los *business Angels* en 2009 es de 34.574 euros que duplican los importes registrados en 2008 (GEM, 2010). En España apenas está desarrollado el sistema que permite una relación más estrecha entre personas y entidades con necesidades de financiación y aquellas con excedente de recursos para financiar en los proyectos. Las redes de ángeles inversores o *Business Angel Network* (BAN) son los vehículos a través de los cuales se canalizan los proyectos de *business angels*. Las BAN permiten generar sinergias con otros emprendedores o empresas, con otros *business angels* o con otras redes. Pese a su importancia, una parte considerable de las inversiones realizadas en Europa provienen de *business angels* que no están registrados en ninguna organización o red (Dirección general de política de la Pequeña y Mediana empresa, 2010) (3).

El Capital Riesgo, como fuente de recursos financieros estables, se centra en la financiación de negocios jóvenes y arriesgados pero con altas expectativas de obtener buenos resultados en el futuro. Este mecanismo aporta apoyo financiero y juega un papel activo en su evolución y control, facilitando el acceso a una red de contactos potencialmente útiles en su entorno.

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) ayudan en el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas y mejoran, en general, sus condiciones de financiación, a través de la prestación de avales ante bancos y cajas de ahorros, entre otros, de modo que la SGR responde como avalista en caso de insolvencia, aportando, además, el valor

añadido del estudio y seguimiento de la viabilidad de la operación. Como consecuencia de la minimización del riesgo gracias al aval SGR, el banco o caja presta una financiación a tipos bajos y plazos más largos, mediante convenios o líneas de crédito con las SGR. A cambio de la garantía recibida, la Pyme, por su parte, tiene la obligación de adquirir una cuota social de la SGR, que pasa a formar parte de sus recursos propios (4).

Dado que los instrumentos financieros desde el ámbito privado no son suficientes ni flexibles para responder a las necesidades de las Pymes, las administraciones públicas (5) han desarrollado mecanismos de financiación de nuevos proyectos y para ayudar a la internacionalización de las empresas españolas. Desde el ámbito público se pueden destacar, en primer lugar, los créditos de Fondo de Ayuda al Desarrollo (FAD). Los FAD son créditos concesionales otorgados a países en desarrollo para la financiación de proyectos que vayan equipados con bienes y servicios españoles y realizados por empresas españolas.

El FAD, creado en 1976, tiene un doble objetivo: apoyar la internacionalización de las empresas españolas e impulsar el desarrollo de los países receptores de la financiación. Este instrumento facilita la penetración de empresas españolas en nuevos mercados y el conocimiento de sus productos, otorgando para sus proyectos unas condiciones de financiación ventajosas, que hacen su oferta más competitiva. La gestión del FAD es competencia del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio a través de la Secretaría de Estado de Turismo y Comercio. La normativa internacional no permite la concesión de ayuda ligada a proyectos que sean comercialmente viables, eso hace que el FAD concentre su actuación en sectores como bienes de equipo, educación, energías renovables, medio ambiente, sanidad y transporte. A lo largo del 2009 se formalizaron por el ICO con cargo al FAD 135 operaciones por un importe de 1769, 39 millones de euros (ICO, 2010).

Como complemento al anterior fondo desde 1995, están los Fondos para el Estudio de la Viabilidad (FEV), encargados de la financiación de los estudios de viabilidad cuyo objetivo es la internacionalización de la empresa española mediante la introducción de ingenierías, consultoras, tecnologías y *know-how* españoles en las fases de preparación de proyectos o de establecimiento de un marco sectorial de regulación o planificación regional en terceros países.

El Instituto de Comercio Exterior Español (ICEX) cuenta con varios programas como el programa de apoyo a proyectos de inversión, cuyo objetivo es ayudar en la fase previa a realizar el análisis de viabilidad del mismo. Su ámbito principal de actuación es el apoyo a las pequeñas y medianas empresas en las fases de preparación y puesta en marcha de proyectos de internacionalización o el programa de prospección de inversiones en el exterior, entre otros,

La compañía española de financiación al desarrollo (COFIDES), cuyos principales accionistas son ICEX, el

Instituto de Crédito Oficial (ICO), la empresa nacional de innovación, el Banco Bilbao Vizcaya Argentina (BBVA), el Banco de Santander Central Hispano (BSCH) y el Banco de Sabadell, tiene como objetivo financiar los proyectos de inversión privada de empresas en el exterior. COFIDES gestiona sus propios fondos y algunos fondos de ayuda estatales como FIEX o FONPYME.

El Instituto de Crédito Oficial (ICO) impulsa la presencia de las empresas españolas en el exterior mediante la financiación de sus proyectos de inversión. Para ello, el Instituto dispone de dos instrumentos específicos destinados a financiar las inversiones realizadas por empresas españolas en otros países: la Línea ICO-Internacional y el programa PROINVEX a financiación de las inversiones en el exterior no ha dejado de crecer desde 1999, alcanzando su valor máximo en 2006 con 2.021 millones de euros. Sin embargo, aunque los importes se mantuvieron en 2008, han disminuido en el año 2009, suponiendo 572 millones la línea de apoyo a Pymes y 343, 8 millones de euros la inversión del programa PROINVEX (ICO, 2010).

En cuanto a la actividad posterior a la puesta en marcha del negocio, las fuentes de financiación las podemos clasificar, igualmente, en fuentes provenientes de capital público y las fuentes de financiación del capital privado.

Respecto a los instrumentos de financiación de capital público las instituciones son prácticamente las mismas que para su constitución; Ministerio de Industria, ICEX e ICO. En este caso las líneas de financiación consisten en fondos concretos para asistir a ferias y acercar sus productos, líneas ICO para conseguir liquidez por parte de la Pyme, líneas ICO de apoyo a la exportación o el contrato de ajuste recíproco de intereses. Su objetivo es facilitar la consecución de financiación a largo plazo y sin que los costes de obtener financiación en el país extranjero suponga una limitación para realizar la operación.

En el caso del mercado de capitales como fuente de financiación del capital privado hay que considerar el papel que desempeña para las Pymes el mercado alternativo bursátil (MAB) (7). Sus funciones son variadas ya que es fuente de liquidez y permite obtener una valoración objetiva y de mercado de la empresa, así como de circulación de riqueza y de imagen para la empresa cotizada. Así mismo, una empresa, cuyas acciones están negociadas en un mercado de valores, puede acometer operaciones corporativas y de internacionalización con más facilidad, ya que dispone de un medio de pago adicional, pudiendo intercambiar las acciones a un valor objetivo.

Otra alternativa de financiación son los préstamos participativos. En su inicio se crearon como una forma de financiar a las empresas de algunos sectores considerados fundamentales mediante subvención pública; tras distintas modificaciones normativas, en la actualidad es un instrumento de financiación de la Pyme para realizar actividades que tienen un inte-

rés relevante, pero que por su riesgo no son financiados por los métodos tradicionales como los préstamos bancarios. El préstamo participativo consiste en el pago de un tipo de interés variable que dependerá de los resultados de la Pyme, si bien se podrá establecer el pago de un interés fijo, con independencia de los resultados de la actividad, lo que sin duda facilita la gestión de dicho préstamo y la posibilidad de desarrollar los nuevos retos que supone la internacionalización con cierta tranquilidad.

CONCLUSIONES

La internacionalización de la Pyme supone un reto importante para la empresa española. Los datos indican que a lo largo del año 2009 y con los resultados conocidos para 2010, las Pymes están afrontando la internacionalización con una mejora importante en los resultados; la variación interanual en el nivel de exportaciones para el primer trimestre fue del 4,5 y del 1,6 según los datos del INE.

La existencia de instrumentos financieros tanto desde el ámbito público como privado pueden explicar parte de la evolución positiva en el proceso de internacionalización. El desarrollo de nuevos instrumentos de financiación descansa en avales diferentes a la garantía y se fundamenta más en la idea de negocio, en la actividad a desarrollar o en los modelos de gestión planteados, que en los recursos propios de los que dispone la Pyme para afrontar el mismo. El capital riesgo sigue sin asumir un papel relevante, aún cuando se supone que puede ser un elemento clave en la financiación de las actividades internacionales, los datos de la Unión Europea muestran que es un mecanismo de financiación poco utilizado. Una explicación a este hecho puede ser que dicha forma de financiación no responde a los intereses de las Pymes, ya que, de acuerdo con la Pecking Order Hypothesis (POH), bajo condiciones de información asimétrica, las empresas eligen su financiación minimizando la injerencia externa (Fonfría, 2006).

El desarrollo de instrumentos financieros adecuados y flexibles es relevante dado que la falta de los mismos es un obstáculo para la internacionalización. La exposición de los principales instrumentos de financiación disponibles y su impacto, en principio positivo, no puede eludir que son necesarios estudios adicionales. Los instrumentos de financiación han de ser analizados desde el punto de vista de su eficacia y para ello es necesario que mejoren las estadísticas al respecto.

NOTAS

- [1] Los mismos autores señalan que los estudios empíricos al respecto no son homogéneos, existiendo otras investigaciones en las que el tamaño empresarial no es determinante.
- [2] Se puede ver en este sentido Labora y Salas (2010) y Sansalvado (2006)

- [3] En dicho informe se pueden consultar las redes en Europa y en España. Sobre el funcionamiento de las redes en España también se puede consultar Dirección general de política de la Pequeña y Mediana empresa (2006).
- [4] Una caracterización de los empresarios receptores del aval de la SGR para 2005 se puede consultar en García Tabuenca y Crecente Romero (2009).
- [5] Para una revisión de los servicios que el Ministerio de industria dispone véase: <http://www.comercio.mityc.es>. Medidas tomadas a favor de las Pymes se puede consultar en Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa (2010).
- [7] Sobre el Mercado Alternativo Bursátil se puede consultar (Castilla *et al.*, 2009).

BIBLIOGRAFÍA

- CASILLAS, *et al.* (2005): Crecimiento e internacionalización de la empresa familiar, Instituto de la Empresa Familiar, Documento 132.
- CASTILLA, M. *et al.* (2009): El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española. Universidad de Granada.
- COMISIÓN EUROPEA (2003): Recomendación de la Comisión de 6 de mayo de 2003 concerniente a la definición de micro, pequeñas y medianas empresas, Diario Oficial de la Unión Europea, 20 de mayo de 2003.
- COMISIÓN EUROPEA (2007): Final Report of the Expert Group on supporting the internationalisation of SMEs.
- COMISIÓN EUROPEA (2009): «Flash Eurobarometer on SME access to finance», Flash EB, Series, 271.
- COMISIÓN EUROPEA (2010a): European SMEs under Pressure. Annual Report on EU Small and medium-sized enterprises 2009. Directorate General for Enterprise and Industry.
- COMISIÓN EUROPEA (2010b): Internationalization of European SMEs. Directorate General for Enterprise and Industry.
- DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (2010): Panorama Económico para las Pymes. Evolución 2008-2009. Observatorio PYME.
- DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (2006): «Business angels como alternativa de financiación para la Pyme», *Boletín de Información Comercial Española*, nº 2876, pp. 11-24.
- FERNÁNDEZ, Z. y REVILLA, A. (2010): «Hacer de la necesidad virtud: Los recursos de las Pymes», *Economía Industrial*, 375, pp. 53-64.
- FONFRÍA, A. (2006): Un análisis taxonómico de las políticas para Pymes en Europa: Objetivos, instrumentos y empresas beneficiarias, Documento de Trabajo, Instituto de Estudios Fiscales, 16/0
- GARCÍA TABUENCA, A. y CRECENTE ROMERO, F. (2009): «Empresarios y empresas beneficiarias del aval de SGR. Una caracterización», *Economía Industrial*, 372, pp. 153-166.
- GEM (2010): Informe GEM 2009. Instituto de Empresa. Disponible en www.ie.edu/GEM/WF/Informes.aspx
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991): «The theory of capital structure», *Journal of finance*, 46, 1, pp. 297-355.
- HUGHES, A. y STOREY, D.J. (1994): *Finance and the small firm*, Routledge, Londres.
- ICO (2010): Informe Anual 2009. Memoria Final.
- JIMÉNEZ, F. y PALACÍN, M. J. (2007): «Determinantes de la estructura financiera de la empresa», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 16, nº 4, pp. 9-24.
- LABORDA, M. y SALAS, V. (2010): «¿Qué nos dicen el tamaño y la internacionalización de las empresas sobre los factores de desarrollo empresarial en España?», *Economía Industrial*, 375, pp. 41-51.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. (1958): «The cost of capital, corporate finance and the theory of investment», *American Economic Review*, 48, 4, pp. 262-297.
- RUBIO BAÑÓN, A. y ARAGÓN SÁNCHEZ, A. (2009): «Recursos críticos y estrategia en la Pyme industrial», *Información Comercial Española*, 846, pp. 193-212
- SANSALVADO TRIBÓ, M. (2006): La innovación y la internacionalización de la Pyme catalana, X Congreso de Ingeniería de la Organización, Valencia.