

LA FINANCIACIÓN EXTERNA DE LA EMPRESA ESPAÑOLA SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS

VICENTE SALAS FUMÁS (*)

Universidad de Zaragoza

La inversión empresarial es el principal factor de reactivación económica desde el sector privado de la economía. El esperado incremento en la actividad inversora debería ser generalizado entre todos los estratos de tamaño empresarial y, en lo posible, debería equilibrar la estructura productiva española, recuperando el peso relativo de la industria en detrimento de otros sectores que se sobredimensionaron en épocas pasadas.

Una condición necesaria para que la inversión empresarial sea motor de crecimiento, es que las empresas tengan acceso a financiación suficiente y en condiciones de coste, naturaleza y plazo, al menos similares a los de las empresas en países de nuestro entorno económico. Los mercados financieros que deben proporcionar los fondos externos con los que financiar la inversión, funcionan con serias imperfecciones que complican el correcto ajuste entre oferta y demanda, en general y en especial en los últimos tiempos, cuando la economía española se encuentra en un proceso de reducción del endeudamiento agregado. Los fallos en los mercados financieros tienen que ver, sobre todo, con las situaciones de selección adversa (evaluar el riesgo *ex ante* del deudor y de su proyecto) y de riesgo moral (influencia de las acciones del deudor en el resultado *ex post* del proyecto) que se repiten en las transacciones desde el ahorro hasta la inversión. Situaciones que atraen la atención de académicos y policy makers desde hace tiempo (1).

La preocupación por el buen funcionamiento de los mercados financieros, y que las empresas obtengan

la financiación que necesitan para acometer los proyectos rentables en cartera, se acrecienta en la actual situación de la economía española, por diversas razones. Por el lado de la demanda, en primer lugar, la economía española se encuentra en un proceso de desinversión en sectores con exceso de capacidad, entre ellos de manera especial el inmobiliario, para invertir en otros sectores que ofrecen mayores expectativas de crecimiento futuro. El sector financiero tiene una función muy relevante en las complejas tareas de transferir recursos desde unos sectores productivos a otros. Por otra parte, en la actual situación de exceso de capacidad en las empresas establecidas, se espera que la mayor aportación al crecimiento, en cantidad y calidad (innovación) provenga de nuevas empresas que entran a los mercados. Estas nuevas empresas pueden surgir del desmembramiento de otras ya establecidas como parte de un proceso de reducción de capacidad y de creación de nuevos estímulos a la innovación y la creatividad (intra-empresariado en forma de operaciones de *spin-off*, por ejemplo), aunque en su mayoría es de esperar que sean de nueva creación, y con un empresariado relativamente poco experi-

mentado. Los problemas por información asimétrica se multiplican en el caso de nuevas y pequeñas empresas, especialmente las independientes y sin experiencia previa, ya sea por la falta de historial relacional o por la debilidad de las garantías, lo cual crea nuevos retos en la suavización de las restricciones financieras.

En segundo lugar, los mercados financieros, especialmente la intermediación bancaria, han sido tradicionalmente muy efectivos en financiar activos tangibles cuyo valor como colateral es relativamente alto ex ante (activos inmobiliarios por ejemplo) (2). En el futuro, el crecimiento de la economía española se apoyará cada vez más en activos intangibles (tecnología, conocimiento, marca), cuyo valor como colateral es menor o inexistente. Los instrumentos financieros e intermediarios que han sido los grandes protagonistas en el pasado, podrían dejar de serlo en el futuro, lo cual crea la necesidad de innovar en instrumentos financieros y en el impulso a nuevos mecanismos de intermediación. Las fronteras difusas entre manufactura y servicios a las empresas, cuando se trata de delimitar el alcance del sector industrial de la economía, también tiene consecuencias sobre el mix de activos tangibles e intangibles, a favor de los segundos. La industria, que tradicionalmente ha sido un sector donde los proyectos empresariales han contado con activos tangibles que sirven de colateral, habrá que adaptarse a la nueva realidad con mayor peso de los activos intangibles.

Por el lado de la oferta, el cambio más inmediato es el de la reestructuración del sector bancario español, por el peso que tienen los bancos en el conjunto del sector financiero en España. La reestructuración tiene dos consecuencias principales. La primera, una reducción muy significativa en el número de entidades, lo cual aumenta la concentración del mercado y, por tanto, crea unas condiciones menos favorables para la competencia, en relación con la situación anterior con la presencia de más entidades en cada mercado geográfico. La segunda, la pérdida de diversidad institucional por la práctica desaparición de las cajas de ahorros, al menos en su forma de propiedad y gobierno tradicionales. Las entidades bancarias serán más grandes y sus centros de decisión quedarán a una distancia media mayor de los lugares de residencia de los deudores que la que tenían antes. Queda por conocer cómo impactará en la oferta de crédito a las empresas, especialmente a las que operan en mercados regionales o locales, la mayor distancia organizacional entre deudor y acreedor bancario.

En estos momentos sabemos poco sobre la influencia de la diversidad institucional, bancos, cajas, cooperativas de crédito, en el pasado, en la distribución territorial del crédito a las empresas y en la distribución por tamaños de las empresas. Si las cajas de ahorros tenían más peso en segmentos de mercado de crédito a empresas en determinados territorios y grupos de tamaños empresariales que los bancos, la desaparición de las cajas dejaría un hueco que habría que cubrir (3). Sin olvidar que las nuevas regulaciones de capital (Basilea III) y la adapta-

ción a la unión bancaria europea que se avecina, impondrán a los bancos restricciones y cambios organizativos que les distraerán de la función crediticia que les corresponde asumir.

Todo apunta a que el sector bancario no estará en condiciones de ofrecer por sí solo los instrumentos y productos financieros que necesitarán las empresas españolas en los próximos años, lo cual hará necesario contar con nuevos intermediarios y con nuevos mercados primarios en su lugar. El desarrollo de estos mercados e instrumentos no se improvisa y, en España, los mercados llamados a un mayor protagonismo en el futuro, como los del capital riesgo o el segundo mercado de empresas cotizadas, tienen poca profundidad, creándose así el reto de impulsarlos.

Las condiciones de severas restricciones financieras en las que ha colocado la crisis actual a las empresas de todos los sectores, pero especialmente a las Pymes y las de nueva creación, han merecido la atención de organismos internacionales como la OCDE, impulsando análisis de los mercados financieros en su relación con las Pymes, y sugiriendo políticas públicas dirigidas a aliviar tales restricciones. También el gobierno español ha puesto en marcha actuaciones dirigidas a aumentar el flujo de crédito hacia sectores empresariales críticos para la recuperación económica, como los de las empresas exportadoras. Desde distintos medios se ha remarcado la importancia de abrir nuevas vías de financiación empresarial que compensen el cierre de otros canales que han estado operativos en el pasado, como el crédito bancario.

El objetivo de este texto es aportar algunas evidencias sobre los rasgos más relevantes de la financiación empresarial en España, y derivar algunas implicaciones de las mismas a la luz de los cambios que se vislumbran y que han sido resumidos en los párrafos anteriores. La exposición se dividirá en tres apartados principales. El primero está dedicado a la financiación de empresas ya establecidas en el mercado y para las que, en principio, existe un historial de relaciones con los mercados que atenúan los problemas derivados de la información asimétrica. El segundo apartado se dedica a la problemática particular que plantea el acceso a la financiación por parte de empresas jóvenes, sobre todo cuando sus proyectos empresariales incorporan un cierto riesgo tecnológico y comercial. El tercer apartado se centra en las posibles influencias de la reestructuración y la reforma de los mercados financieros, principalmente la intermediación bancaria, en las condiciones de acceso a la financiación empresarial.

En el apartado dedicado a la financiación de empresas asentadas en sus mercados, se examinan sobre todo los balances de las empresas por tamaños y sectores de actividad con el fin de describir su estructura financiera y comprobar si una hipotética situación de exceso de deuda podría condicionar la inversión futura. El segundo apartado se centra en el tema genérico de las restricciones financieras que afectan al emprendimiento, aportando un marco conceptual general y una breve referencia a la situación española a partir

CUADRO 1
RELACIÓN ENTRE ENDEUDAMIENTO (MACRO) Y APALANCAMIENTO EMPRESARIAL (MICRO)

$\frac{Deuda}{ValorAñadido}$	=	$\frac{ActivoOperaciones}{ValorAñadido}$	×	$\frac{ActivoTotal}{ActivoOperaciones}$	×	$\frac{Deuda}{ActivoTotal}$
Endeudamiento		Intensidad de capital		Crecimiento externo o interno		Apalancamiento financiero
<i>Explicado por</i>		<i>Tecnología, coste del capital</i>		<i>Estrategia corporativa, fiscalidad</i>		<i>Marco Institucional Naturaleza activos, fiscalidad</i>

FUENTE:Elaboración propia.

de dicho marco. En el apartado dedicado a las implicaciones para la financiación empresarial de la restructuración bancaria en España, se analiza entre otros temas, si la diversidad institucional que se pierde con la desaparición de las cajas de ahorros podría tener consecuencia para la financiación de la actividad productiva en España. El último apartado de conclusiones resume algunas de las ideas principales elaboradas a lo largo de toda la exposición.

LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA: RASGOS ESTRUCTURALES ↓

Uno de los diagnósticos que más se han difundido sobre la situación financiera de las empresas españolas, del cual se derivan explicaciones del porqué de las dificultades de acceso al crédito en que se encuentran las empresas durante la crisis actual, es el de exceso de endeudamiento. El supuesto exceso de deuda empresarial se ha diagnosticado a partir de datos macroeconómicos como el peso relativo de dicha deuda sobre el PIB de la economía, que toma un valor entre los más elevados de los que se observan en los países de nuestro entorno. Sin embargo, desde la perspectiva empresarial, el endeudamiento se mide a partir de la relación entre la deuda y el volumen de activos invertidos. Con el fin de integrar los análisis macro y los análisis micro sobre el endeudamiento actual de la economía española, resulta de interés comenzar esta exposición con una breve referencia aclaratoria a los determinantes de la relación entre deuda y PIB. A partir de ella se tendrá un mejor criterio para valorar la estructura financiera de las empresas españolas o lo que es lo mismo, sus principales fuentes de financiación.

Los determinantes de la estructura financiera ↓

Supóngase una empresa representativa con tecnología de producción representada por la función $Q = F(K, L)$, donde Q es el volumen de capacidad/producción, K es el stock de capital y L es el número de trabajadores. El coste por trabajador es w y el coste de uso del capital es $c \cdot p_k$ donde c es la rentabilidad esperada por el inversor igual al coste de oportunidad financiero real, k , más la tasa de depreciación d ; es decir $c = k + d$. Por otra parte, p_k es el precio al que se compra una unidad de servicio de capital en el mercado. La empresa vende el producto final a un mercado competitivo con precio p .

De la condición de maximización del beneficio se obtiene

$$\frac{p_k K^*}{p Q^*} = \frac{\beta}{c}$$

Donde la $*$ indica valor en el óptimo (condición de máximo beneficio) y β es la elasticidad de Q con respecto a K en la función de producción. Es decir, la inversión monetaria en el stock deseado de capital productivo de la empresa, por unidad monetaria de output (expresado por el valor añadido cuando consideramos sólo los inputs capital y trabajo), es igual a la elasticidad del output con respecto al capital productivo dividida por el coste de uso por unidad monetaria invertida en el capital.

La empresa puede financiar la inversión en su capital productivo con deuda, D , o con fondos propios E . Si $b = D/(E+D)$ es la ratio entre deuda y total de la financiación (que es igual al total de activo que hay que financiar, $p_k K^* = D + E$) deseada por la empresa, la deuda por unidad de valor añadido generado será:

$$\frac{D}{p Q^*} = \frac{b p_k K^*}{p Q^*} = \frac{b \beta}{c} \tag{1}$$

Hasta aquí se ha supuesto que la empresa sólo invierte en activos destinados a generar valor añadido en la producción directa de bienes y servicios. Sin embargo, en el balance de las empresas están los activos financieros, principalmente, que provienen de inversiones financieras que no están vinculadas a la generación de valor añadido por las actividades productivas ordinarias; por el contrario, las rentas de estas inversiones son los intereses o los dividendos percibidos como remuneración a la inversión. El cuadro 1 resume las variables que condicionan la ratio entre deuda y PIB, así como una breve explicación de los factores que pueden explicar diferencias entre ellas.

La deuda sobre el valor añadido de las empresas, que representa la traslación a las empresas del indicador de deuda sobre PIB que se utiliza en los análisis macro, depende de tres variables principales: la intensidad de capital de los procesos productivos; el crecimiento orgánico o por compras externas de las empresas (que determina la composición relativa del activo total en activos de operaciones y activos financieros), y la ratio

CUADRO 2
ESTRUCTURA FINANCIERA EN PORCENTAJE DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

	Grandes		Medianas		Pequeñas	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Fondos propios	35,6	36,5	42,8	42,4	46,1	47,0
Capital	10,3	10,1	14,8	13,9	11,7	11,6
Reservas y otros	25,3	26,4	28,0	28,6	34,4	35,4
Deuda con coste	42,9	43,4	31,2	31,5	29,9	27,9
Deuda bancaria	17,2	17,7	20,9	21,0	23,2	21,2
Bonos y títulos emitidos	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otra deuda con coste	24,7	24,7	10,4	10,4	6,7	6,7
Deuda sin coste	21,5	20,1	26,0	26,1	24,0	25,1
TOTAL PASIVO	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Central de Balance Banco de España.

de endeudamiento sobre los activos totales o apalancamiento propiamente dicho.

La intensidad de capital de los procesos productivos depende, a su vez, de la tecnología y del coste del capital. La relación entre activo total y activo de operaciones resulta de la mezcla entre crecimiento orgánico y crecimiento por adquisiciones que siguen las empresas; si las empresas crecen en el exterior creando filiales propias o tomando participaciones financieras en empresas nacionales de los países en que se expanden, esto quedará reflejado en un aumento en los activos financieros en el balance de la matriz española. Por último, sobre la deuda por unidad de activo influyen factores como la fiscalidad, la naturaleza de los activos (más valor como colateral más deuda, en general), la fiscalidad de las rentas de capital, el desarrollo relativo de los intermediarios financieros sobre los mercados sin intermediación (mercado de valores) (4).

La deuda de las empresas tiene distintas procedencias (bancaria o captada directamente del mercado emitiendo bonos; procedente de otras empresas con las que se comparte grupo empresarial o procedente de fuera del grupo), y tiene diferente plazo de vencimiento (corto o largo plazo). Otra distinción relevante es la que puede hacerse entre deuda sin coste explícito (por ejemplo la deuda con los proveedores cuyo coste indirecto resulta de renunciar a un descuento por pronto pago) y la deuda con coste explícito, por ejemplo la deuda bancaria por la que se paga un interés. La deuda con proveedores depende de la política financiera pero también de la política de compras de la empresa y los usos comerciales del sector. Además, una empresa que aplaza el pago a sus proveedores en general aplazará también el cobro a sus clientes, de manera que las dos se cancelan en el conjunto de la financiación del circulante de las empresas.

Evidencias para las empresas españolas: estructura financiera ↓

En este apartado se presentan evidencias sobre la estructura financiera de las empresas españolas a partir de la información que proporciona la Central de Balances del Banco de España. Por las características

del sistema de recogida de información de la Central de Balances, es de esperar que las empresas colaboradoras sean empresas relativamente asentadas en sus mercados. No es, por tanto, una muestra representativa del conjunto de empresas, aunque sí lo es del subgrupo de empresas con una demostrada capacidad de supervivencia, sea cual sea su tamaño.

El cuadro 2 muestra con cierto nivel de detalle la estructura del pasivo de las empresas que colaboran con la CB, distinguiendo tres clases de tamaño, grandes, medianas y pequeñas, y para los dos años recientes de 2009 y 2010, ya en la crisis económica. Los datos ponen de manifiesto que las estructuras financieras difieren por clases de tamaño: las empresas pequeñas (hasta 50 empleados) se financian con más fondos propios y menos deuda que las grandes (más de 250 empleados); en la deuda total, la deuda bancaria es más importante en las pequeñas que en las grandes. Entre las empresas medianas (entre 50 y 250 trabajadores), el capital social y la deuda sin coste tienen un peso relativamente mayor que en el resto. En las grandes empresas destaca el peso relativo tan elevado de las otras deudas con coste (previsiblemente por operaciones intra-grupo). Para los tres grupos de empresas las reservas, es decir los beneficios retenidos, son entre dos y tres veces más importantes que el capital social en la composición de los fondos propios, poniendo de manifiesto la importancia de la autofinanciación en la capacidad financiera de las empresas. Esta dependencia entre inversión y flujos generados internamente por las empresas es precisamente lo que caracteriza la existencia de restricciones financieras.

¿Están las empresas en su estructura financiera óptima, es decir la que maximiza su valor económico? Hay evidencias de restricciones financieras y/o sobre endeudamiento en los datos del cuadro 2. Aunque es muy difícil responder de forma rotunda a estas preguntas, las diferencias en el endeudamiento de grandes y pequeñas no son suficientes para diagnosticar restricciones financieras en las Pymes pues, en condiciones normales, diferencias por clases de tamaño en variables como nivel de riesgo, fiscalidad, capacidad de acceso a los mercados, son suficientes para explicar las diferencias en los ratios medios por clases de tamaño. Lo que sí parece evidente del cuadro 1 es que si las em-

FIGURA 1
DEUDA CON COSTE / VALOR AÑADIDO

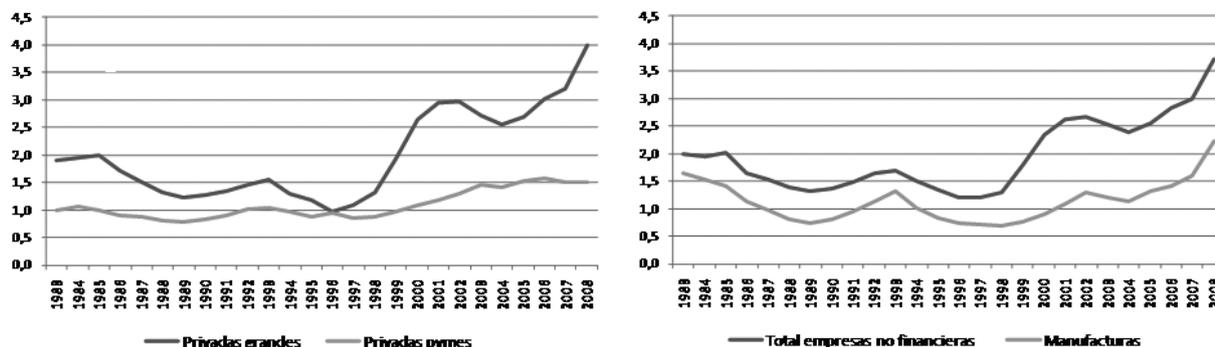
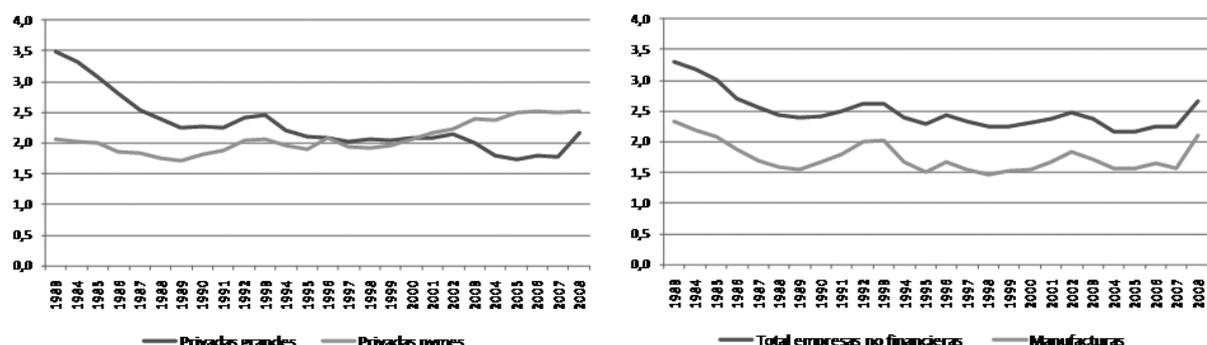


FIGURA 2
ACTIVO DE EXPLOTACIÓN / VALOR AÑADIDO



FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

presas españolas están sobre-endeudadas, lo están sensiblemente menos las pequeñas que las grandes.

Evidencias para las empresas españolas: deuda sobre valor añadido y sus determinantes (5)

Las figuras 1 a 4 muestran de forma gráfica la evolución temporal de la ratio entre deuda con coste de las empresas y el valor añadido, así como la evolución de sus tres determinantes según el esquema resumen contenido en el cuadro 1. La figura 1 pone de manifiesto que, en el conjunto de grandes empresas privadas, la deuda en relación al valor añadido desciende desde un valor de dos a principios de los ochenta hasta un valor de uno a mediados de los noventa y, a partir de entonces, aumenta hasta multiplicarse por cuatro en los años siguientes hasta 2008.

El perfil es similar, aunque menos pronunciado, para el conjunto de empresas no financieras y, en menor medida aún, para las manufactureras. En el colectivo de empresas pequeñas y medianas la ratio se mantiene estable alrededor de uno hasta la entrada en el Euro, después inicia una fase ascendente hasta situarse en un nivel de deuda igual a 1,5 veces el valor añadido.

Según las figuras 2 a 4, de las tres variables que explican la evolución de la deuda sobre el valor añadido entre las empresas españolas, la que más se acerca al pa-

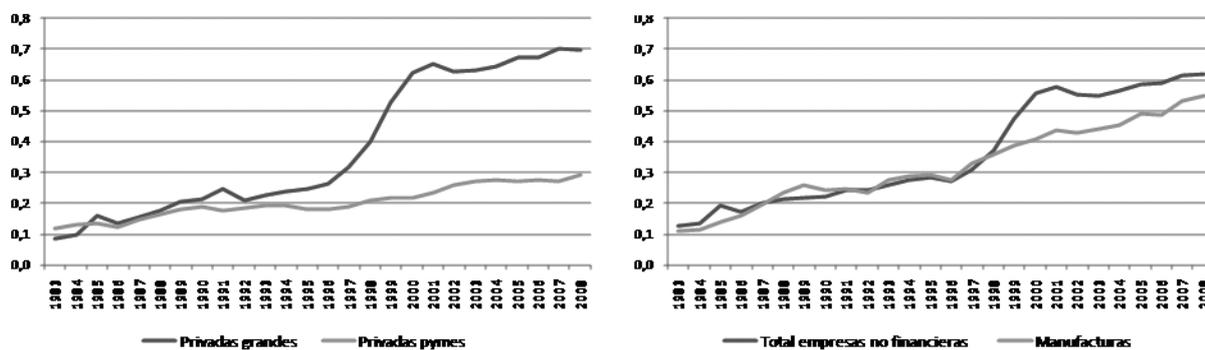
trón observado en la figura 1 es la variable de activos financieros sobre el total, como aproximación al crecimiento no orgánico. Entre las Pymes, la intensidad de capital repunta ligeramente con la entrada del Euro, figura 2, lo cual es lo que cabría esperar como consecuencia del menor coste de la financiación con el Euro. Con la perspectiva temporal de la figura 4, (en la página siguiente) donde no se aprecia tendencia alguna, no hay evidencia de que en los años previos a la crisis se produjera un endeudamiento excesivo, en términos de deuda sobre al activo total, en las empresas españolas.

Por otra parte, las empresas del sector de manufacturas y las empresas de menor tamaño muestran un endeudamiento medio sobre activos inferior al del resto de empresas de otros sectores y tamaños. Por tanto, según la información de la Central de Balances, el elevado endeudamiento en relación al PIB del sector empresarial español que precede a la crisis se concentra, sobre todo, en grandes empresas y se origina por el fuerte crecimiento no orgánico de las mismas, en muchos casos comprando empresas en el exterior, financiando estas operaciones a través de deuda.

Coste de la deuda

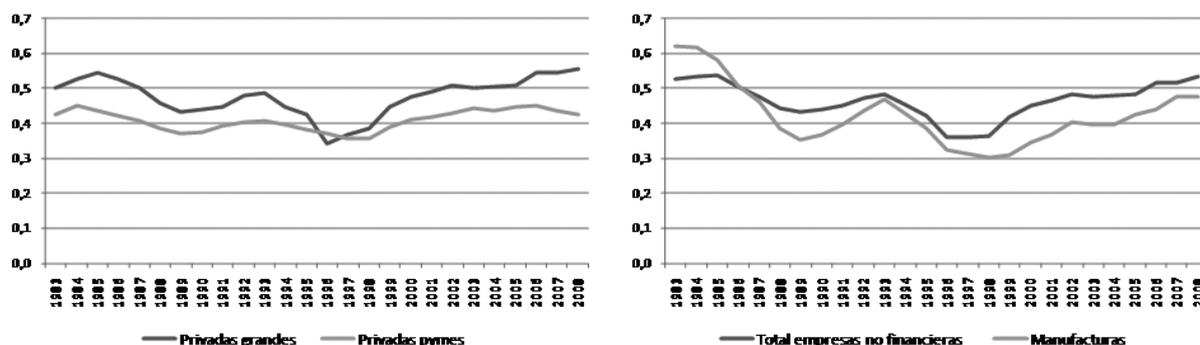
Otro factor relevante en la financiación de las empresas, además de la disponibilidad de fondos, es el cos-

FIGURA 3
ACTIVO FINANCIERO / ACTIVO NETO (*)



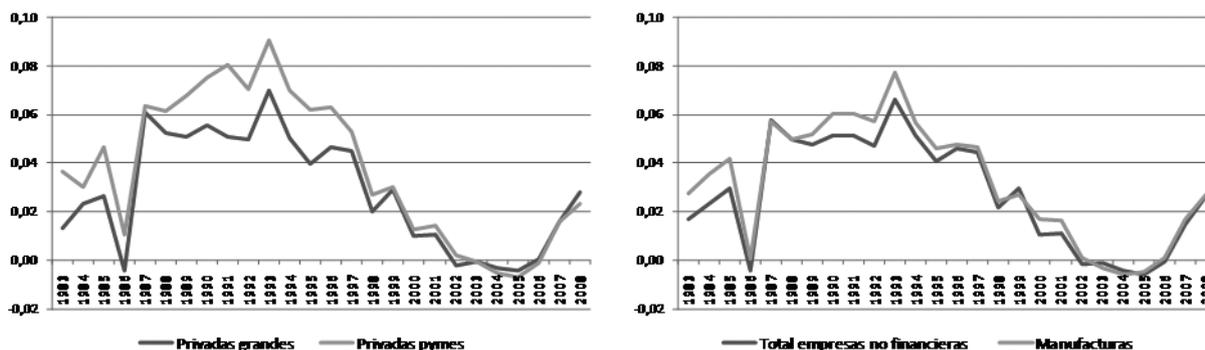
(*) El activo neto es el valor del activo total menos la deuda sin coste. La financiación sin coste explícito tiene su origen en la financiación comercial y la de administraciones públicas a corto plazo.

FIGURA 4
DEUDA CON COSTE / ACTIVO NETO(*)



(*) El activo neto es el valor del activo total menos la deuda sin coste. La financiación sin coste explícito tiene su origen en la financiación comercial y la de administraciones públicas a corto plazo.

FIGURA 5
COSTE REAL DE LA FINANCIACIÓN (*)



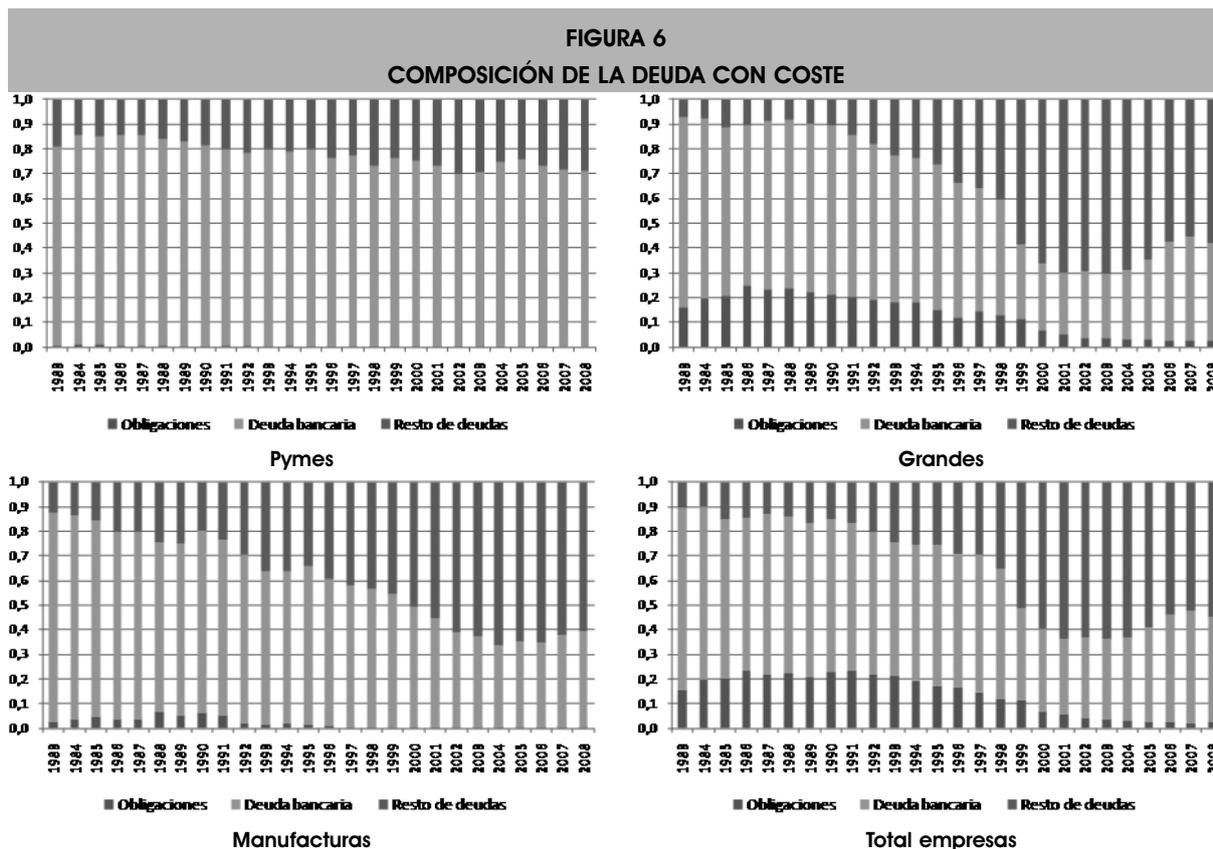
(*) Coste medio de la financiación (Intereses de la financiación recibida entre deuda con coste) menos el deflactor del PIB. En tanto por uno.

FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España y del INE.

te. La figura 5 muestra el coste promedio real de la financiación ajena para los cuatro grupos de empresas. El coste medio real se ha calculado como la diferencia entre el coste medio nominal, intereses de la financiación ajena sobre la deuda con coste de las empresas, y la tasa de variación del deflactor del PIB.

En términos generales, la evolución del coste medio real de la financiación para el total de empresas no

financieras muestra fuertes oscilaciones en los primeros tres años, como consecuencia sobre todo de la volatilidad de las tasas de inflación. Desde 1987, se produce un cambio de nivel en el coste de la financiación real, que se sitúa por encima de los cuatro puntos porcentuales y se mantiene en esos niveles hasta el año 1998. La senda descendente del coste real alcanza el mínimo en los años de 2002 a 2005, cuando toma valores incluso negativos. En el perio-



FUENTE: Elaboración propia a partir de la Central de Balances del Banco de España.

do de 2006 a 2008, los costes financieros recuperan una tendencia creciente hasta situarse por encima de los dos puntos.

En la primera mitad del periodo estudiado el coste de las pequeñas empresas se encuentra en general por encima de las grandes, en algunos de los años con diferencias de costes de hasta dos puntos porcentuales. A partir de 1999, el coste medio real para unas y otras empresas es prácticamente coincidente, llegando a ser en algunos de los años ligeramente inferior en las Pymes que en las grandes (6).

El descenso en el coste financiero con el Euro repercute en un menor coste de uso del capital, suma del coste financiero más la tasa de depreciación. A su vez, un menor coste de uso debe influir en la ratio de capital sobre valor añadido y posiblemente en el endeudamiento. De la figura 5 se desprende que con la entrada del Euro la prima de riesgo sobre el coste de la financiación de las empresas se habría reducido unos 3 puntos porcentuales (coste real medio de 5% entre 1987 y 1997 y de 2% a partir de esa fecha si excluimos los años anómalos de tipos negativos con un diferencial muy alto de la inflación española con respecto a la europea). Los datos de CBBE indican una tasa de depreciación media para las empresas de alrededor del 10%. Por tanto el coste de uso del capital real con el Euro habría descendido de un 15% (10+5) antes a un 12% (10+2) después, es decir un 20%. Si con el Euro y la mayor apertura

económica se intensifica la competencia y la innovación aumentando la depreciación económica de los activos, el descenso relativo coste del capital podría ser menor.

El efecto económico de los menores tipos de interés con el Euro será mayor cuanto más peso relativo tiene el coste financiero en el coste de uso del capital, es decir cuanto menor es la depreciación de los activos. La depreciación disminuye con la vida útil productiva del bien y esta vida es más prolongada en los activos inmobiliarios. Para un activo con depreciación igual a cero, caso del suelo, el descenso del 5% al 2% en el coste real de la deuda significa un descenso del 60% en el coste del capital, tres veces más que el descenso del 20% en el conjunto de activos. El aumento sustancial en el stock de activos inmobiliarios, superior al del resto de activos productivos, en la economía española con la entrada en el Euro, podría explicarse por el efecto diferencial de la disminución del coste financiero en el coste del capital entre los activos inmobiliarios y el resto. Puesto que la deuda por euro de activo será mayor o igual entre los activos inmobiliarios que en el resto, el aumento en la ratios de activos inmobiliarios sobre PIB con el Euro repercutiría en un aumento de la deuda sobre PIB incluso mayor. Todos estos factores explican el aumento de la deuda sobre PIB de la economía española desde la introducción del Euro. El endeudamiento de la economía española se convierte en excesivo a partir del momento en que el aumento

en la intensidad de los activos inmobiliarios también se considera excesivo y su precio empieza a descender. Una explicación del exceso en estos activos podría ser los tipos de interés reales anormalmente bajos (negativos) en los años 2002-2006, que indujeron errores en la estimación de los valores deseados de largo plazo para la ratio de activos inmobiliarios sobre PIB de la economía española.

Naturaleza del endeudamiento ▾

Finalmente, el análisis de la estructura financiera de las empresas bien asentadas en sus mercados, se completa con algunos datos sobre la composición de la deuda con coste, Figura 6. Se distingue entre deuda bancaria, obligaciones otras deudas.

En el colectivo de Pymes, la deuda bancaria representa el 80% del total, cifra que sólo desciende ligeramente en los últimos años del periodo cuando aumenta la parte de "otra deuda con coste". Entre las empresas grandes privadas, en los ochenta la deuda con coste se distribuye entre bancaria, 70%, obligaciones, 20% y otra deuda 10%. Durante la década de los noventa se produce un cambio sustancial en la composición de la deuda, con un descenso de la deuda bancaria y las obligaciones y un aumento en la deuda de otros, que llega a representar el 70% del total a comienzos del año 2000. Durante los años del Euro, la presencia de obligaciones en la financiación de las empresas es simbólica. En los últimos años, la deuda bancaria muestra una ligera recuperación, alcanzando casi el 50% del total. El perfil se repite en el conjunto de empresas de la muestra y entre las empresas manufactureras, aunque la pérdida de importancia relativa de la deuda bancaria es algo menor en ellas que en las grandes empresas privadas.

LA FINANCIACIÓN DEL EMPRENDIMIENTO ▾

En este apartado se analiza la problemática particular de la financiación de las nuevas empresas; en general, las empresas nacen con una dimensión reducida y, con el tiempo, entre las que sobreviven, unas pocas crecen hasta convertirse en medianas o grandes y el resto se mantienen pequeñas. Aunque la distinción más habitual entre los estudios sobre restricciones financieras es entre empresas pequeñas y grandes (7), la información asimétrica afecta sobre todo a las empresas nacientes sin historia ni relaciones.

Puesto que el emprendimiento adquiere su máxima expresión con la creación de empresas, la información asimétrica tiene una mayor repercusión en forma de restricciones financieras para los emprendedores que para las empresas establecidas, aunque estas sean pequeñas. Si además concurren que el emprendedor es también principiante en la actividad empresarial y/o una alta incertidumbre porque el proyecto empresarial nuevo es tecnológicamente

innovador, las restricciones financieras se agravan todavía más.

Las encuestas a los emprendedores actuales o potenciales confirman que obtener el acceso a la financiación deseada constituye la principal dificultad para iniciar y desarrollar un nuevo negocio. Dado el importante papel que se atribuye al emprendimiento en la destrucción creativa y, en definitiva, en el crecimiento económico, los intentos por aliviar las restricciones financieras al emprendimiento constituyen uno de los objetivos prioritarios de las políticas económicas en la mayoría de los países del mundo. La premisa que subyace en estas políticas es que las imperfecciones de los mercados financieros son de tal importancia que impiden a personas con capacidades emprendedoras altas, poner en marcha nuevos negocios con valor actual neto positivo porque no consiguen la financiación adecuada.

Los estudios dedicados a valorar la influencia de los mercados financieros en la actividad emprendedora son muy numerosos y entre ellos se aprecian notables diferencias en cuanto a bases teóricas, metodologías, datos y, en consecuencia, conclusiones. Para explicar tanta diversidad, resulta útil ordenar las investigaciones atendiendo a tres variables: las características del sistema financiero que proporciona fondos a los emprendedores; las características personales de los propios emprendedores; y las características de los proyectos empresariales que se ponen en marcha.

Las características de los mercados financieros incluyen, a su vez, el nivel de desarrollo del propio sistema financiero (profundidad y amplitud); la intensidad de la competencia entre los intermediarios financieros; y la organización interna de los intermediarios financieros y sus relaciones con las empresas. Las características relevantes de los emprendedores son, su capital humano (educación y experiencia) y su riqueza personal. Finalmente, los proyectos empresariales se agrupan atendiendo al tamaño de la inversión inicial y a la novedad en la tecnología o en el modelo de negocio del proyecto.

El resultado de todo ello se plasma en la figura 7, que posiciona a las nuevas empresas y sus restricciones financieras respectivas sobre dos ejes de coordenadas. En el eje vertical se representa el tamaño de la empresa y/o la intensidad de capital del proyecto (volumen de inversión), y en el horizontal se representa la novedad tecnológica del proyecto. En los valores más bajos del eje vertical se posicionan los emprendedores que forman parte del colectivo de auto-empleados, cuyo volumen de inversión en la entrada es muy reducido. En la parte superior están las empresas con un volumen de inversión y un número de trabajadores relativamente altos en el momento de la entrada al mercado. Muchas empresas creadas por los autoempleados se mantendrán indefinidamente como pequeños negocios; otras pocas llegarán a ser líderes en mercados que crecerán paralelos al crecimiento de la empresa pionera, tal como ocurre con ejemplos conocidos de experiencias provenientes del Silicon Valley.

FIGURA 7
TIPOLOGÍA DE INFLUENCIAS DE LAS RESTRICCIONES FINANCIERAS SOBRE EL EMPRENDIMIENTO.



FUENTE: Adaptado de Kerr y Nanda (2009).

La novedad tecnológica del proyecto impacta sobre los retos tecnológicos y sobre las dificultades de los inversores para valorar las tecnologías anticipadamente. Emprendedores en sectores como restaurantes, consultorías, franquicias, construcción, etc., utilizan modelos de negocio bien conocidos y tecnologías contrastadas; otros, en cambio, incluyen tecnologías no contrastadas y que se expanden para dar cabida a nuevas dimensiones del modelo de negocio como diseño o canales de distribución. Las nuevas empresas tecnológicas se incluirían dentro de este segundo subgrupo de empresa, donde adquieren especial relevancia los llamados emprendedores «schumpeterianos».

En los globos dibujados en la figura 7 se mencionan las particulares relaciones que surgen entre el sector financiero y los emprendedores, en función de las variables volumen de inversión y novedad tecnológica de los nuevos entrantes en los mercados. A lo largo del eje vertical se sitúan las investigaciones que relacionan las características de las personas emprendedoras y las características de las empresas que entran en los mercados, con las características de los sistemas financieros. Una corriente de investigación muy influyente en este ámbito es la que relaciona el emprendimiento con la riqueza personal de los emprendedores.

En un primer momento, las investigaciones encuentran una relación positiva y estadísticamente significativa entre nivel de riqueza personal y probabilidad de emprender (Evans y Jovanovic 1989). Esto significa que el acceso a la financiación externa es un sustituto imperfecto de la financiación con fondos propios y, por tanto, apoya la hipótesis de que las restricciones financie-

ras condicionan la decisión de emprender. Más tarde, otras investigaciones comprueban que la asociación positiva entre riqueza personal y propensión emprendedora encontrada en estudios previos, desaparece cuando se controla adecuadamente por la heterogeneidad inobservable entre los individuos (Blanchflower and Oswald 1998). Por ejemplo, las diferencias de riqueza personal no son aleatorias sino que se explican, entre otras razones porque las personas más ricas obtuvieron esa riqueza en experiencias emprendedoras previas.

En estos momentos, el consenso académico es que las restricciones financieras no condicionan de forma significativa la actividad emprendedora en las circunstancias que concurren en el globo inferior izquierdo de la figura 7 (baja inversión y baja novedad tecnológica), que es donde se concentra el mayor emprendimiento vinculado al autoempleo.

Otra línea de investigaciones sobre la influencia del sistema financiero en el emprendimiento es la que analiza las variaciones en las tasas de entrada de empresas en mercados geográficos donde se ha producido previamente una desregulación bancaria (Black y Strahan 2002, Cetorelli y Strahan 2006, para Estados Unidos; Bertrand, Schoar and Thesmar 2007, para Francia). Concretamente para el caso de Estados Unidos se constata que la desregulación de los mercados de servicios bancarios con el consiguiente aumento de la competencia bancarias, fue seguida de tasas de entrada de nuevas empresas más altas que en mercados donde no se produce la desregulación. Sin embargo se constata también que muchas de estas nuevas em-

presas alcanzaron una tasa de supervivencia muy baja de manera que, en su conjunto, el impacto competitivo sobre las empresas ya establecidas de las empresas entrantes, fue escaso.

La conclusión final es que la desregulación, más competencia, redujo las restricciones financieras permitiendo la entrada de más empresas en los mercados geográficos delimitados, pero el impacto social de estas entradas es bajo en lo que se refiere al margen extensivo, número de entrantes, y más alto en cuanto a los efectos sobre el margen intensivo medido por el tamaño mínimo de los entrantes. De tal manera que sí parece que la desregulación bancaria pudo condicionar la entrada de empresas con un volumen medio alto de inversión inicial y con cierto impacto negativo sobre la cuota de mercado de las empresas establecidas, que no se habría producido sin la desregulación.

En relación a los estudios posicionados sobre el eje horizontal, las evidencias ponen de manifiesto que la inmensa mayoría de las nuevas empresas no incorporan avances significativos en tecnología o modelos de gestión. Además, muchas de ellas o bien no requieren inversiones importantes de capital, o bien disponen de activos tangibles suficientes como para ofrecerlos a los bancos como colateral de los créditos que les conceden. Por otra parte, cuando más novedosa es la nueva tecnología más difícil resulta para los intermediarios tradicionales evaluar la calidad crediticia de los proyectos a financiar. Las empresas con tecnologías nuevas tampoco cuentan con activos tangibles que sirvan de colateral. Esto explicará que los proyectos hacia la izquierda del eje tienden a financiarse por los bancos, mientras que los proyectos hacia la derecha tienden a financiarse con fondos propios o con instrumentos financieros más complejos; al mismo tiempo, los intermediarios financieros ya no son los bancos convencionales ni los mercados de valores sino especialistas como las sociedades de capital riesgo (*venture capital*) (8).

Las empresas de capital riesgo proporcionan recursos de tipo financiero y de otro tipo, por ejemplo contactos con clientes y proveedores, conocimientos técnicos, contratación de trabajadores, y se implican directamente en las decisiones sobre los proyectos de inversión y en la supervisión del comportamiento y de los resultados de la empresa en la que toman participaciones de capital. Se trata de suplir a los intermediarios tradicionales en la labor de evaluar los riesgos tecnológicos y económicos de los proyectos más innovadores, además de apoyar la gestión de los emprendedores. Las sociedades de capital riesgo no están uniformemente repartidas en todos los países y regiones, lo cual es indicativo que no en todas las regiones se desarrolla el mismo tipo de emprendimiento; lo que resulta algo más complicado de dilucidar es si las diferencias en el desarrollo de estos intermediarios es la causa de que no se desarrollen proyectos innovadores, o los inversores de capital riesgo emergen, sobre todo, en entornos donde la innovación tecnológica es de intensidad media-alta.

En la parte superior derecha de la Figura 7 se ubican los proyectos emprendedores que requieren una elevada inversión de entrada y a la vez tienen un contenido tecnológico innovador elevado. Por ejemplo proyectos de energías limpias. Se trata de iniciativas empresariales que quedan fuera del rango de proyectos aceptable para las sociedades de capital riesgo por la elevada inversión, y fuera también de los intermediarios tradicionales por el elevado riesgo derivado del alto contenido innovador. En teoría, estas inversiones de alto volumen y alto riesgo pueden ser llevadas a cabo por grandes empresas ya establecidas. Pero la relevancia social de que sean acometidas por nuevos entrantes en el mercado, radica en que una empresa establecida puede percibir la amenaza de que la innovación «se comerá» los beneficios de tecnologías más tradicionales y, a partir de ahí, decidir retrasar su introducción. Un nuevo entrante en el mercado no estaría condicionado por inversiones anteriores y la propensión a innovar sería mayor que entre las empresas ya establecidas.

Evidencias de emprendimiento y restricciones financieras en España ↓

En España, como en otros países, los emprendedores perciben restricciones financieras. Tal percepción se repite a lo largo de los años sin que parezca verse afectada por las innovaciones financieras y por el propio desarrollo de los mercados financieros. Sin embargo, las restricciones financieras se documentan en la mayoría de los casos a partir de respuestas subjetivas de los propios emprendedores, lo cual impide verificar si el empresario hubiera invertido en el proyecto en el supuesto de que hubiera tenido suficiente riqueza personal (9). Las evidencias empíricas, disponibles a partir de estadísticas oficiales o extraoficiales, sobre la relación entre emprendimiento y restricciones financieras en España son muy pobres, lo cual dificulta el diagnóstico preciso de la situación. Las autoridades públicas, por su parte, sí parecen estar convencidas de que existen singularidades en la problemática financiera que deben afrontar las empresas nuevas y pequeñas, en comparación con las instaladas y las grandes, si tenemos en cuenta las iniciativas que se ponen en marcha para intervenir en los mercados financieros con fondos públicos.

En este apartado se aportan algunas evidencias e indicios sobre las características del emprendimiento en España desde la óptica de las restricciones financieras, y se enumeran los organismos estatales que gestionan programas de ayuda pública a la financiación empresarial. También se hace una breve mención a la situación internacional.

Entre 1995 y 2010 el número de empresas en España según el registro DIRCE, aumenta en más de un millón (de 2,27 millones a 3,29 millones); en el mismo periodo el número de ocupados aumenta en más de 5 millones. Del conjunto de empresas más de la mitad no tienen asalariados y el número medio de ocupados en

las empresas con asalariados era de 7,25 en 1995 y se mantiene alrededor de 8,0 desde el año 2000. En la UE 27 el número medio de ocupados por empresa con asalariados es de 10,5 y en Alemania de 19 (Huerta y Salas 2012). El aumento neto en el número de empresas es el resultado de una elevada tasa de entrada, alrededor del 12%, y también de salida, 8%. Durante estos años de fuerte crecimiento económico, la distribución de las empresas por sectores ha cambiado como resultado de que las tasas de entrada y salida no han sido uniformes entre sectores. La proporción de empresas en los sectores de la construcción y afines aumentó notablemente, mientras que el peso relativo de las empresas manufactureras se reduce.

Los datos del estudio GEM (2012) también proporcionan información cuantitativa y cualitativa sobre el emprendimiento en España. La tasa de actividad emprendedora, medida por la proporción en personas en edad de trabajar implicada en la creación de empresas, toma unos valores para España en línea con la que se observa en otros países de renta similar. Una parte de la actividad emprendedora responde a un auto empleo obligado por la falta de trabajo, parte que casi se dobla en los años de crisis con respecto a los anteriores. Casi un 71% de las iniciativas emprendedoras no contratan asalariados; el 25% emplea entre 1 y 5 empleados, un 3,3% entre 6 y 19 empleados y sólo un 1% emplea a 20 o más empleados. La inversión de los proyectos empresariales es modesta en su gran mayoría: la mediana de la distribución de volúmenes de inversión está en unos 30000 euros, mientras que el percentil del 80% se sitúa en los 100000 euros. La mediana de la financiación con fondos del empresario de la inversión inicial es del 50%, mientras que el 70% de los nuevos proyectos necesita financiación externa. La mayor parte de la de esta financiación externa proviene de fuentes informales (parientes, amigos,...) mientras que las aportaciones del capital riesgo y de los Business Angels son casi simbólicas (10).

Las evidencias sugieren que los nuevos proyectos empresariales en los años recientes de expansión económica se ubicaron, en su inmensa mayoría, en la esquina inferior izquierda de la figura 7. El emprendimiento schumpeteriano, el de carácter más intensivo que extensivo por el mayor volumen de inversión inicial y por la innovación tecnológica que incorporan los nuevos proyectos empresariales, ha tenido escaso protagonismo. Ello explica que la distribución de tamaños empresariales apenas ha variado en el periodo y que la productividad de la economía española se estanca en los años de fuerte expansión económica. Por otra parte, la desigual distribución de la tasa de entrada entre sectores, con gran diferencia a favor del sector de la construcción y afines, demuestra que existen otros factores, además del ciclo general de la economía y el acceso a la financiación, que condicionan el emprendimiento.

Finalmente, nos aproximamos al emprendimiento y las restricciones financieras en España por medio de una breve referencia a los organismos públicos estatales, y

algunos de sus programas, cuya misión es contribuir a la oferta de financiación de las empresas. En España, los organismos estatales más implicados en la financiación emprendedora y de Pymes, incluyen al Instituto de Crédito Oficial (ICO), EINSA, CEDETI, CERSA y SEGITTUR. A la lista se deben añadir organismos y programas para el fomento del emprendimiento de las Comunidades Autónomas y municipios, además de organismos mixtos, como el Mercado Alternativo Bursátil, o privados como la asociación de Business Angels.

El rango de los volúmenes de financiación a los que se puede acceder oscila entre los 25000 euros, mínimos, en un programa de jóvenes emprendedores, con menos de 40 años, hasta los 5 millones de euros máximos que otorga el CDTI para proyectos tecnológicos que cuenten con la participación de empresas grandes (tractoras) y Pymes. Cada institución tiene un instrumento financiero principal, aunque no exclusivo: el ICO los préstamos bancarios, EINSA los créditos participativos, el CDTI el capital riesgo y CERSA los avales. SEGITTUR está especializado en apoyos a la innovación y desarrollo de proyectos empresariales en el sector del turismo, mientras que el resto apoyan financieramente a proyectos en cualquier sector económico. El CDTI es el organismo que da más prioridad a los proyectos de alto contenido tecnológico y aporta mayores volúmenes de fondos participando en los mismos; el resto de organismos atiende demandas de empresas de cualquier nivel tecnológico. Las ayudas son de distintos tipos, desde subvenciones a los tipos de interés hasta más flexibilidad y plazo en la devolución de la financiación recibida, periodos de cadencia, etc.

A grandes rasgos puede decirse que las actuaciones públicas están dirigidas a aliviar las restricciones financieras en contextos donde estas pueden ser potencialmente más elevadas: jóvenes emprendedores con poca experiencia, Pymes y proyectos de innovación tecnológica. Sin embargo, resulta difícil ubicar los organismos y sus respectivas actuaciones, en el esquema de la figura 7, combinando a la vez las dos dimensiones de volumen de inversión y novedad/riesgo tecnológico y comercial. Tampoco se detectan actuaciones claras para fomentar la entrada de nuevas empresas en la zona denominada «Valle de la Muerte» que queda fuera de los intermediarios tradicionales y de las sociedades de capital riesgo.

Evidencias internacionales ▼

Los programas de apoyo a la Pymes en general y al emprendimiento en particular, dirigidos a aliviar sus restricciones financieras, están ampliamente extendidos por todos los países. Recopilar todas las iniciativas y programas de apoyo está fuera de las posibilidades de este trabajo y nos limitaremos a una breve reseña dando cuenta de la iniciativa puesta en marcha por la OECD para crear un cuadro de mando para el seguimiento de la problemática de la financiación de las Pymes y del emprendimiento entre sus países asocia-

dos (OECD 2012). El informe publicado para este año 2012 contiene un resumen de resultados generales y capítulos dedicados a la situación particular de cada uno de los países participantes, entre los que, desafortunadamente no está España por lo que no se dispone de información comparable para nuestro país.

La OCDE justifica la oportunidad del cuadro de mando por las dificultades especialmente graves que afrontan las Pymes para obtener financiación desde el inicio de la crisis, junto con la conveniencia adicional de hacer un seguimiento de efectos futuros resultantes de cambios en el sistema financiero, como por ejemplo la normativa de requisitos de capital bancario o Basilea III. La publicación anual de los resultados obtenidos de elaborar la información proporcionada por los países sobre los distintos indicadores, junto con la recopilación de iniciativas puestas en marcha por los estados para actuar en los mercados financieros, será de gran ayuda para los ejercicios de benchmarking individual de cada país a partir de las experiencias de los demás.

El primer informe publicado pone de manifiesto que la situación general de la financiación a las Pymes es muy desigual entre países, aunque el informe advierte de las dificultades para conseguir información armonizada. Por otra parte, se enumeran algunas de las iniciativas más significativas puestas en marcha por los países en respuesta a la crisis:

- ✓ Garantía a préstamos de corto plazo y préstamos contra-cíclicos.
- ✓ La combinación de préstamos garantizados con servicios de consultoría a las empresas (préstamos para empezar).
- ✓ Mayor cobertura de las garantías, en algunos casos por encima de 100%
- ✓ Retrasos en la devolución de los préstamos garantizados
- ✓ Utilización de sistemas de pensiones para ampliar los esquemas de garantías
- ✓ Garantías para la financiación con fondos propios.
- ✓ Apoyo a los sistemas de garantías recíprocas
- ✓ Diferir en el tiempo el pago de impuestos
- ✓ Convertir financiación de corto plazo en otra de largo
- ✓ Techos en los tipos de interés
- ✓ Establecimiento de sistemas de mediación para préstamos

Se trata sobre todo de medias paliativas que tratan de responder a la difícil situación creada a corto plazo por la prolongada recesión de las economías, y menos medidas de medio plazo dirigidas a resolver los problemas más de fondo que afectan a la financiación de las Pymes. Como tema más estructural la OCDE en su informe analiza las implicaciones para la financiación de las Pymes que pueden derivarse de Basilea III. A modo de resumen señalar que la OC-

DE anticipa un posible encarecimiento del crédito porque el coste de la financiación para los bancos será mayor, pero al mismo tiempo valora de forma positiva el que si la estabilidad financiera contribuye a una mayor estabilidad del crecimiento y de las disponibilidades de crédito, ello beneficiará a las Pymes porque las restricciones financieras serán más estables en el tiempo y los actuales episodios en los que el acceso a la financiación se corta bruscamente serán menos intensos y también menos frecuentes.

POSIBLES EFECTOS DE LAS TRANSFORMACIONES DEL SECTOR BANCARIO SOBRE LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL ↓

El sector bancario español está en plena transformación. Cuando esta termine, el número de bancos será mucho menor que antes y los que sobreviven tendrán un tamaño medio mayor. Además, las cajas históricas habrán dejado de existir y las que sobrevivan como fundaciones se limitarán a un papel de accionista de los bancos con desigual capacidad de influencia sobre las decisiones de los directivos al frente del negocio bancario. Se habrá perdido, por tanto, una parte importante de la diversidad institucional que ha existido en el pasado. Finalmente, los bancos afrontan un camino hacia una mayor capitalización de las entidades que es de esperar afecte las políticas crediticias.

Si los distintos instrumentos financieros disponibles fueran sustitutos próximos entre sí, la transformación de la industria bancaria tendría pocas consecuencias prácticas: si las empresas encuentran más difícil acceder al crédito bancario, buscarán alternativas distintas a la financiación bancaria, por ejemplo acudiendo directamente a los mercados financieros emitiendo títulos. No obstante, esta sustitución entre instrumentos de deuda, bancaria y no bancaria, y entre deuda y de capital, no existe. Por ejemplo, el cuadro 2 pone de manifiesto el diferente peso de la financiación por recursos propios, según la clase de tamaños de las empresas. Otra iniciativa institucional que crea incertidumbre sobre el panorama futuro del sector bancario, es la Unión Bancaria. Si esta unión se consolida y de ello surge un mercado de servicios bancarios más amplio, a escala europea, entonces la concentración bancaria en España tendrá menor trascendencia porque los competidores en el mercado relevante incluirán a bancos de otros países de la Unión. La política de número de relaciones bancarias, contar o no con un banco principal, que quedarían recortadas con la concentración actual si los mercados nacionales están segregados, tampoco se vería afectada si la concentración en los mercados nacionales va acompañada de una mayor integración entre los mismos, dando lugar a un mercado relevante que trasciende a las fronteras nacionales.

Quedan por valorar el aumento en la distancia organizacional entre las empresas que solicitan crédito y

CUADRO 3
ESPECIALIZACIÓN CREDITICIA DE BANCOS, CAJAS Y COOPERATIVAS POR EMPRESARIOS INDIVIDUALES Y POR SOCIEDADES (*)

	Porcentaje del crédito concedido a empresarios individuales			Porcentaje del crédito concedido a sociedades		
	Bancos	Cajas	Cooperativas	Bancos	Cajas	Cooperativas
2000	28,1	59,9	12,0	61,8	34,3	3,9
2001	39,5	44,2	16,3	59,5	36,4	4,0
2002	38,9	47,2	13,9	57,2	38,6	4,2
2003	37,9	49,9	12,3	55,5	40,3	4,2
2004	40,0	48,2	11,8	53,7	42,1	4,3
2005	35,8	44,2	20,0	53,3	42,4	4,2
2006	31,6	46,7	21,8	52,3	43,7	4,0
2007	36,9	43,9	19,1	51,2	44,8	4,0
2008	37,1	47,1	15,8	50,8	45,3	4,0
2009	43,2	42,8	14,0	50,0	46,0	4,0
2010	46,3	39,5	14,2	50,9	45,1	3,9

(*) Cifras diciembre de cada año

FUENTE: Fuente: Banco de España y elaboración propia

los centros de decisión de los bancos que deben responder a la petición, como resultado de un aumento del tamaño de los bancos en un mercado más grande y con bancos también más grandes y la pérdida de diversidad institucional. La distancia organizacional afecta a la viabilidad práctica de la banca de relaciones, basada en los incentivos de los directivos de las entidades de crédito a invertir recursos para obtener información sobre la calidad crediticia de las empresas como demandantes de crédito (11). Los avances en las TIC, mejorando la eficiencia de los sistemas de recogida, análisis y procesado de información se han visto como factores que van a facilitar la banca transaccional, basada en información relativamente estandarizada y armonizada y por ello fácil de manejar por medios digitales. Sin embargo, para recoger y procesar información menos estructurada y más cualitativa sobre los deudores bancarios, seguirá siendo necesario contar con la banca de proximidad. Las empresas nuevas y más pequeñas pero con potencial de crecimiento son, a priori, a quienes más afecta negativamente la mayor distancia organizacional porque son las empresas nuevas para las que la información disponible es más escasa y está menos estructurada. Habrá que ver si los Business Angels o los mercados alternativos bursátiles, cubren la posible pérdida de peso de la banca relacional como consecuencia del incremento en la distancia organizacional.

La desaparición de las cajas de ahorros como se han conocido hasta ahora, tendrá consecuencias más allá de lo que resulte del aumento en la concentración bancaria por menor número de entidades, si las cajas de ahorros prestaban servicios que los bancos o las cooperativas de crédito, la tercera forma jurídica de empresa bancaria, no están en condiciones de prestar. Se ha demostrado que las cajas de ahorros han contribuido a la inclusión financiera, pero tal inclusión se ha medido, sobre todo, en términos de acceso a los servicios financieros de medios de pagos al conjunto de la población. A los efectos de es-

ta presentación, interesa saber si las cajas de ahorros atienden las necesidades de crédito de empresas que las otras entidades no están en condiciones de atender. Podría ocurrir, por ejemplo, que las cajas se especializaran en crédito a Pymes, nuevas empresas o empresas de ámbito local, de manera que tras la pérdida de las cajas estas empresas tendrían dificultades para acceder a la financiación.

No nos constan estudios detallados sobre la especialización crediticia de las entidades financieras españolas, en línea con lo apuntado en el párrafo anterior. Para completar esta laguna, los cuadros 3 y 4 proporcionan una información preliminar sobre especialización crediticia de la que se extraen unas primeras conclusiones. El primero de los cuadros, que muestra la cuota de mercado de bancos, cajas y cooperativas de crédito en el total de crédito a empresarios individuales y a sociedades, pone de manifiesto que las cajas de ahorros tienen una cuota de mercado similar en los dos colectivos, mientras que las cooperativas tienen mayor cuota de mercado en el crédito a empresarios autónomos que en crédito a sociedades; entre los bancos la cuota en sociedades es mayor que la cuota en autónomos. El cuadro 4 muestra el peso relativo de los créditos de menos de 1 millón de euros, dirigidos principalmente a Pymes, sobre el total de créditos nuevos (el resto hasta 100% corresponde a proporción que representa el volumen de crédito a partir de operaciones de más de 1 millón). Como puede comprobarse, el crédito en operaciones de menos de 1 millón de euros tiene un peso similar en bancos y en cajas, alrededor del 30% en los últimos años, mientras que en las cooperativas la situación se invierte de manera que, del total de créditos nuevos que conceden, más del 70% del volumen total se concentra en operaciones de menos de 1 millón de euros (12).

Sólo las cooperativas de crédito muestran algún signo de especialización en su política crediticia, de manera que entre sus clientes acreditados predominan empresarios autónomos y Pymes en comparación

con las operaciones con grandes empresas. Para las cajas de ahorros no hay signos de especialización hacia ningún colectivo de empresas determinado. Cuando la especialización se analiza por sectores de actividad económica, las cooperativas se concentran especialmente en el sector agrícola, los bancos en la industria (incluida energía) y las cajas en el sector inmobiliario; en el caso de la industria, por ejemplo, la proporción de crédito concedido por bancos, cajas y cooperativas es de 62%, 32% y 5%, manteniéndose estable durante los últimos años.

CONCLUSIÓN

A corto plazo, las empresas españolas afrontan importantes restricciones para acceder a la financiación, que repercuten negativamente en su competitividad. En este sentido, según datos del BCE, en los últimos años el tipo de interés medio que pagan las empresas españolas por la financiación se ha ido distanciando al alza con respecto al tipo de interés al que se financian las empresas en Alemania y otros países más estables del euro. Puesto que el coste financiero es un componente del coste de producción, más coste supone menos competitividad. La recesión también afecta negativamente a los recursos generados internamente, cash flows, lo cual limita el uso de fuentes de financiación interna. Las autoridades públicas son conscientes de esta situación y junto a los esfuerzos por reducir el diferencial del coste de la financiación, positivo para España, con políticas fiscales, ponen en marcha también políticas de ayudas financieras para Pymes, algunas de las cuales han sido recordadas en páginas anteriores.

Los organismos encargados de las ayudas a la financiación de las Pymes en España están poniendo en marcha iniciativas compensatorias de las dificultades que encuentran las empresas para financiarse en los mercados. El ICO por ejemplo ha multiplicado casi por cinco el crédito concedido, ganado peso relativo en la financiación bancaria. Sin embargo, para mejorar la eficacia de las políticas públicas sería útil que España participara en el proyecto de cuadro de mando de la OCDE, lo cual permitiría poner la situación española en perspectiva con lo que se hace en otros países. La lista de acciones que ya publica el cuadro de mando actualmente ofrece un menú interesante de líneas de actuación a tener en cuenta. De ellas nos parece especialmente interesante iniciativas como las gobierno de Canadá de combinar la concesión de ayudas financieras con apoyo en la gestión del proyecto emprendedor. En general los científicos y tecnólogos no tienen conocimientos de gestión empresarial y una buena gestión es imprescindible para el éxito. Reforzar la capacidad de gestión de los proyectos emprendedores con voluntad de crecimiento debería ser prioritario entre los programas de apoyo al desarrollo empresarial.

Por otra parte, el sistema financiero español que se ha demostrado muy eficiente en financiar activos tangibles con alto valor de colateral (inmuebles), debe re-

CUADRO 4
PORCENTAJE DEL VOLUMEN DE CRÉDITO NUEVO QUE CORRESPONDE A PRÉSTAMOS DE MENOS DE UN MILLÓN DE EUROS

	Cajas	Bancos	Cooperativas
2003	36,05	47,81	80,64
2004	35,25	47,77	73,40
2005	40,15	48,57	69,38
2006	35,71	42,22	69,00
2007	35,69	39,54	69,02
2008	36,19	36,48	73,32
2009	28,57	28,13	71,26
2010	30,64	29,48	77,98

Diciembre de cada año

FUENTE: Banco de España y elaboración propia

convertirse para mejorar su eficiencia en la financiación de activos intangibles con bajo valor como colateral. Para que la reforma y reestructuración financiera en marcha, especialmente la bancaria, tenga éxito, además de cumplir con la condición de restablecer la estabilidad financiera, debe dar como resultado un sistema financiero útil para las necesidades de la sociedad en general y de las empresas en particular. Puesto que el cambio en la estructura del sistema bancario es sustancial, habrá que prestar atención a las repercusiones sobre la financiación de las Pymes de una nueva situación con menos bancos, más grandes, más distantes del acreditado, y operando bajo la tutela de una supervisión bancaria única europea.

El trabajo aporta dos marcos conceptuales para valorar las situaciones financieras de las empresas españolas en el presente y en el futuro, uno para las empresas ya asentadas en los mercados y otro para empresas recién creadas. Estos marcos generales deben servir de guía para un diagnóstico más ajustado de los problemas, así como para definir mejor las ayudas públicas a la financiación empresarial, diseñando las potencialmente más eficaces en cada contexto, lo cual aumenta su eficacia y efectividad. Del análisis realizado se desprende que la economía española deberá reducir la dependencia de la financiación bancaria a favor de una financiación menos intermediada por los bancos. Por un lado, la mayor dimensión absoluta y relativa (menor número de entidades), junto con su mayor capitalización, repercutirá en unos bancos más estables pero también menos ágiles y más distantes, cuando se trata de ajustarse a las necesidades de los clientes. Por otro, el peso creciente de los intangibles entre los activos productivos complicará la financiación a través de deuda bancaria por su bajo valor colateral. Será necesario sustituir a los bancos por intermediarios que combinen capacidad de financiación con capacidad para la gestión y el control de las sociedades, como son las sociedades de capital riesgo. Estas encuentran su mayor razón de ser en proyectos de cierta entidad en volúmenes de inversión, desarrollados en sectores tecnológicos medios altos. La experiencia del Silicon Valley muestra que los emprendedo-

res tecnológicos tienen una gran movilidad para desplazarse hacia los entornos del valle porque allí se dan las condiciones favorables para obtener recursos complementarios al talento, como por ejemplo la financiación.

¿Cómo atraer o retener a los emprendedores tecnológicos a países como España? es una pregunta difícil de responder, aunque los factores de atracción parece que deberán de ser otros distintos de las condiciones de acceso a la financiación. Para aumentar el atractivo de España para el capital riesgo internacional, habría que conseguir superar el retraso relativo en el desarrollo de la investigación aplicada, más cercana a los desarrollos tecnológicos-comerciales, en comparación con la investigación básica en España. Las estadísticas disponibles muestran que el nivel de publicaciones e índices de impacto de las mismas en España es equiparable al de los países de nuestro entorno pero, en cambio, el retraso de España es evidente en patentes y desarrollo, innovación comercial y organizativa.

Otro ámbito en el que queda mucho camino por recorrer es en el al propiedad y gobierno de las empresas con potencial de crecimiento. El deseo de independencia y control absoluto del empresario fundador sobre la empresa, complica la incorporación de nuevos socios con derechos políticos. Sin embargo, la financiación externa en forma de deuda, sin derechos políticos, será difícil de obtener para empresas con potencial de crecimiento pero sin garantías tangibles. Las sociedades de capital riesgo y asimiladas tienen un papel para reforzar el proyecto tanto con apoyo financiero como de otro tipo, aunque existen formas de conseguir recursos alternativas a considerar. Por ejemplo alianzas y acuerdos de colaboración entre empresas y la contribución financiera de los propios trabajadores. Las empresas pueden aumentar sus flujos de caja corrientes cambiando salario por ganancias futuras de capital. Es decir recibiendo su retribución, parcialmente en forma de participaciones en el capital e la empresa. Además de aliviar las necesidades de tesorería en los momentos en que la liquidez es más escasa, esta solución de implicar a los trabajadores en el proyecto empresarial a través de participar en el mismo como accionistas, especialmente cuando su capital humano es el activo estratégico de la empresa, será un acicate importante para motivarles y comprometerles a largo plazo con el proyecto.

(*) Agradezco los comentarios de Lluís Torrens a una versión previa del trabajo. Agradezco también la ayuda financiera del proyecto MICINN-Plan Nacional de I+D, ECO 2010-21393-C04-04.

NOTAS

[1] Véanse Stiglitz y Weiss (1981), Diamond (1984), Myers y Majluf (1984), Petersen y Rajan (1994) para visiones complementarias de las imperfecciones en los mercados financieros y algunas vías de solución.

- [2] El alto valor como colateral de los activos inmobiliarios habrá contribuido sin duda a que la financiación de la burbuja inmobiliaria se haya realizado fundamentalmente a través de crédito bancario, y apenas con el recurso de la emisión directa de bonos u obligaciones al mercado por parte de constructoras e inmobiliarias.
- [3] Los condicionantes impuestos a las empresas con ayudas públicas en el sentido de que la ratio de préstamos sobre depósitos se contraiga gradualmente hasta niveles más bajos, también influirá en la oferta de crédito para la financiación de empresas y familias, aunque esa influencia estará condicionada por la capacidad de crecimiento del crédito en las entidades que no necesiten ayudas.
- [4] Los determinantes de la ratio de apalancamiento han sido objeto de estudio por parte de numerosos estudios académicos. Brealey y Myers (2000), capítulo 18, contiene una síntesis de los principales resultados sobre el tema.
- [5] Este y el resto de epígrafes del apartado uno están basados en Rosell y Salas (2011).
- [6] La coincidencia en los costes medios de la deuda para empresas grandes y Pymes contrasta con los datos publicados por el Banco de España según los cuales los tipos de interés para operaciones financieras a partir de alto volumen de deuda (más de un millón de euros) y que razonablemente son préstamos a empresas más grandes, son menores que los tipos de interés pagados en operaciones de menor volumen y previsiblemente a empresas de menor tamaño medio. Los diferentes resultados según la base de datos puede deberse a representatividad de las Pymes de la CBBE y/ o a que no se controla por composición según plazos de vencimiento.
- [7] La lista de trabajos sobre restricciones financieras y endeudamiento es también muy extensa, aunque no siempre se distingue nitidamente entre las restricciones que afectan a nuevas empresas y restricciones que afectan a Pymes en general. A modo representativo de distas aproximaciones metodológicas citamos expresamente a Evans y Jovanovic (1989), Berger y Udell (1995) y Black y Strahan (2002). Para una aproximación más orientada a policy véase OECD (2004).
- [8] Sobre los mercados de venture capital con una perspectiva de políticas públicas véase Da Rin, Nicodano y Sembenelli (2006).
- [9] Maudos (2013) documenta con detalle la situación de restricción crediticia que afecta a las Pymes españolas en los últimos años, en términos comparativos con la situación de las Pymes en otros países, a partir de la información proporcionada por la encuesta de condiciones de financiación que elabora el BCE. El autor muestra que las empresas españolas expresan unas condiciones más restrictivas de acceso a la financiación bancaria más severas que las empresas de otros países. Sin embargo para valorar las condiciones de acceso a la financiación bancaria por parte de las empresas españolas habría que tener en cuenta que los resultados económicos de las Pymes españolas como consecuencia de la crisis han empeorado muy significativamente y, en cualquier caso, mucho más que los resultados de las grandes empresas (Central de Balances Anual, 2012).
- [10] El libro de la Fundación de Estudios Bursátiles (2012) contiene un estado de la cuestión muy completo sobre el desarrollo y contribuciones del capital riesgo, incluyendo el venture capital, con participaciones de capital en las primeras etapas de la vida de las empresas, y el private equity, orientado a empresas en fases de expansión. El volumen de inversión de capital riesgo gestionado en España asciende a unos 25.000 millones de euros en 2011. En términos de flujos, la cifra máxima se alcanza en 2007 con más de 5.000 millones de euros y la mínima de los últimos años en 2009, poco más de 1000 millones.

- [11] Sobre la evolución de las relaciones entre bancos y empresas en España y algunas implicaciones véase Jiménez, Saurina y Townsend (2007) y Koraivanov y otros (2010).
- [12] En 2008 y 2009, comparado con los valores de años anteriores, el peso relativo del crédito concedido en nuevas operaciones de menos de 1 millón de euros se reduce más en los bancos que en las cajas e incluso crece en las cooperativas. Las cifras absolutas de volumen de crédito concedido en cada categoría muestran también alguna información de interés. El volumen medio anual de créditos por encima de 1 millón de euros es un 58% mayor que el volumen medio anual de los créditos de menos de 1 millón. Por otra parte, en los años 2008-2010 el volumen medio anual del crédito en operaciones de más de un millón de euros es un 15% mayor, en valores nominales, que en años anteriores, mientras que en los mismos años, el volumen anual de crédito en operaciones de menos de 1 millón de euros es un 25% menor en 2008-2010 que en años anteriores. Por tanto, si el crédito en operaciones de menos de 1 millón es el más representativo del crédito a las Pymes, la contracción crediticia en la crisis afecta principalmente a las Pymes y menos a las grandes empresas. Las encuestas d

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2012): *Informe de la Central de Balances Annual*, Banco de España, Madrid.
- BERGE, A.N., y Udell, G.F. (1995): «Relationship lending and lines of credit in small firm finance», *Journal of Business*, nº 68, pp. 351-381.
- BERTRAND, M., SCHOAR, A. y THESMAR, D (2007): «Banking deregulation and industry structure: Evidence from the French banking reforms of 1985», *Journal of Finance*, nº 62, pp. 597-628.
- BLACK, S. y STRAHAN, P. (2002): «Entrepreneurship and bank credit availability». *Journal of Finance*, nº 57, pp. 2807-2833.
- BLANCHFLOWER, D. y OSWALD, A. (1998): «What makes an entrepreneur?». *Journal of Labor Economics*, nº 16, pp. 26-60.
- BREALEY, R.A. y MYERS, S.C. (2000): *Principles of Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill.
- CETORELLI, N. y STRAHAN, P. (2006): «Finance as a barrier to entry: Bank competition and industry structure in local US markets». *Journal of Finance*, nº 61, 437-461.
- DA RIN, M., NICODANO, G. y SEMBENELLI, A. (2006): «Public policy and the creation of an active venture capital markets» *Journal of Public Economics*, nº 90, pp. 1699-1723.
- DIAMOND, D. (1984): «Financial intermediation and delegated monitoring», *Review of Economic Studies*, nº 51, pp. 393-414.
- EVANS, D. y JOVANOVIĆ, B. (1989): «An estimated model of entrepreneurial choice under liquidity constraints». *Journal of Political Economy*, Vol. 97, nº 4, pp. 808-827.
- JIMÉNEZ, G., SAURINA, J. y TOWNSEND, R. (2007): «El número de relaciones bancarias de empresas e individuos en España (1984-2006)». *Estabilidad Financiera*, nº 13, pp. 56-72.
- KARAIVANOV, A., RUANO, S. SAURINA, J. y TOWNSEND, R. (2010): «No bank, one bank, several banks: Does it matter for investment?». D.T. 1003, Banco de España.
- KERR, W. y NANDA, R. (2009): «Financing constraints and entrepreneurship» NBER, WP 15498.
- MAUDOS, J. (2013): «Spanish SMEs financial restrictions. The importance of bank credit». *Spanish Economic and Financial Outlook*, nº 2, enero.
- MYERS, S., y Majluf, N. (1984): «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, nº 13, pp. 187-221.
- OCDE (2004): «Financing innovative SMEs in the global economy», Second OECD conference of Ministers Responsible for SMEs, Istanbul (Turkía).
- OECD (2012): *Financing SMEs and Entrepreneurs 2012: An OECD Scoreboard*, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264166769-en>
- PETERSEN, M. y RAJAN, R. (1994): «The benefits of lending relationships: Evidence from small business data», *Journal of Finance*, nº 49, pp. 3-37.
- ROSELL, J. y SALAS, V. (2011): «Financiación de la empresa española (1983-2008)». *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 100.
- STIGLITZ, J. y WEIS, A. (1981) «Credit rationing in markets with imperfect information», *American Economic Review*, nº 71, pp. 393-410.