Ministerio de Economía
y Competitividad
Núm. 879, JULIO-AGOSTO, 2014

Revista de Economía

ICE

INFORMACION COMERCIAL ESPAÑOLA

FINANCIACIÓN empresarial

ICE

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA
Secretaría de Estado de Comercio
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD

Consejo Científico
Fernando Becker, Luis Gámir, Jaime Requeijo, Pedro Schwartz, Ramón Tamames, Gabriel Tortella, Félix Varela, Juan Velarde.

Consejo de Redacción
Santiago Asensio Merino, Mikel Buesa Blanco, Esther del Campo García, Carmen Cárdeno Pardo, Juan Ramón Cuadrado Roura, Juan José Durán Herrera, Íñigo Fernández de Mesa Vargas, Antonio José Fernández-Martos Montero, Luis Gámir Casares, María del Coriseo González-Izquierdo, José María Marín Quemada, Ignacio Mezquita Pérez-Andujar, Vicente José Montes Gan, Pablo Moreno García, José Alberto Plaza Tejera, María Flavia Rodríguez-Ponga Salamanca, Alberto Soler Vera, Joaquín Trigo Portela.

Directora
Ana de Vicente Lancho

Jefa de Redacción
Mercedes Barreno Ruiz

Redacción
Pilar Herrero, Purificación Barba Varea y María Jesús Liceranzu

Portada
Manuel A. Junco

Diseño gráfico
César Bobis y Manuel A. Junco

Redacción
Paseo de la Castellana, 162, 11ª planta. 28046 Madrid
Teléfono: 91 349 39 76
Fax: 91 349 35 80

Distribución y suscripciones
Paseo de la Castellana, 162, 8.ª planta. 28046 Madrid
Teléfono: 91 583 55 07
distribuciónpublicaciones@mineco.es

La *Revista ICE* se encuentra en las siguientes bases bibliográficas: *Journal of Economic Literature* (JEL), *EconLit, IBSS, ECONIS, RAS* e *ISOC.*
Sus índices de impacto aparecen en *IN-RECS.*

ICE no se solidariza con las opiniones en los artículos que publica, cuya responsabilidad corresponde a los autores.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. La Editorial, a los efectos previstos en el art. 32.1 párrafo 2 del vigente TRLPI, se opone expresamente a que cualquier fragmento de esta obra sea utilizado para la realización de resúmenes de prensa. La suscripción a esta publicación tampoco ampara la realización de estos resúmenes. Dicha actividad requiere una licencia específica. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra, o si quiere utilizarla para elaborar resúmenes de prensa (www.conlicencia.com; 91 702 19 70 / 93 272 04 47)

Imprime: LAVEL, S.A. Calle Gran Canaria, 12. Humanes de Madrid
ISSN: 0019-977X
ISSN electrónico: 2340-8790
Depósito legal: M. 3.740-1958
NIPO: 720-14-060-8
eNIPO: 720-14-061-3
Catálogo general de publicaciones oficiales
http//publicacionesoficiales.boe.es
Copyright: Información Comercial Española, 2010

ICE

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA *Secretaría de Estado de Comercio*

FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

SUMARIO

Presentación 3
Iñigo Fernández de Mesa

Introducción 7
Jorge Dajani González y Antonio Ortiz Fernández

Tendencias recientes en la financiación bancaria a la empresa española 11
Rafael Doménech Vilariño, Santiago Fernández de Lis Alonso y Macarena Ruesta Baselga

La financiación de la empresa española por el mercado de capitales 29
Jaime Carvajal Hoyos e Ignacio de la Torre Muñoz de Morales

El nuevo marco normativo español en la financiación empresarial 41
Rosa Sánchez-Yebra Alonso

El impulso europeo a la financiación de la pyme 51
Daniel Calleja Crespo

La banca pública durante la Gran Recesión: el caso del Instituto de Crédito Oficial en España 65
Román Escolano Olivares

Financiación pública para la internacionalización e innovación de la pyme española 75
María Luisa Poncela García y Antonio Fernández-Martos Montero

Alternativas de financiación para las empresas vía mercado 87
Antonio J. Zoido Martínez

El capital riesgo como forma de financiación empresarial 101
Carlos Lavilla Rubira

Evolución y análisis de la financiación de la pyme en España 113
Joaquín López Pascual

TRIBUNA DE ECONOMÍA

Modelización estructural de la orientación a la responsabilidad social en las sociedades cooperativas y su impacto en los resultados 125
Dolores Gallardo, M. Isabel Sánchez y Francisca Castilla

Hacia un nuevo modelo de dirección de los trabajadores mayores 143
Emilio Álvarez Suescun y Pilar Quevedo Cano

Orto y ocaso del sistema de Cajas de Ahorros españolas 157
Juan M. Martín, Antonio A. Golpe, Jesús Iglesias y Mónica Carmona

LOS LIBROS 173
Reseñas

CONTENTS 175
Contents, abstracts

Coordinadores: Jorge Dajani González y Antonio Ortiz Fernández

PRESENTACIÓN

Iñigo Fernández de Mesa
Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa

La economía española ha vivido una transformación intensa en los últimos tres años. Los grandes desequilibrios que amenazaban su sostenibilidad al inicio de la legislatura ya han sido superados y hoy cuenta con un patrón de crecimiento más equilibrado y sostenible. El año 2015 va a ser sin duda el de la consolidación de la recuperación económica. Esta recuperación, que se inició en 2013, acumula ya seis trimestres de crecimiento del producto interior bruto (PIB) y ha permitido iniciar la senda de reducción del desempleo, el principal objetivo de la política del Gobierno.

Uno de los cambios más significativos experimentados en este tiempo por la economía ha sido el del modelo de financiación para la empresa española, como se analiza en detalle en los nueve artículos de este monográfico de la revista *Información Comercial Española*. España vivió en los años previos a la crisis un *boom* crediticio que generó fuertes debilidades en una parte del sistema financiero español, tras las tensiones vividas en los mercados financieros a partir de 2007. El intenso saneamiento financiero llevado a cabo en 2012 y 2013 ha permitido revertir esta situación. Hoy la banca española presenta un elevado nivel de solvencia, como se ha demostrado en el ejercicio de evaluación llevado a cabo por el Banco Central Europeo (BCE) en octubre. Esto está permitiendo que la financiación vuelva a fluir a las familias y que se reduzca significativamente el coste de financiación bancaria desde los niveles máximos del año 2012. A esta estabilización de la banca también ha contribuido de forma decisiva la puesta en marcha de la Unión Bancaria en Europa —de la que la evaluación del BCE ha sido la primera piedra—, que supone el principal hito en la integración de la eurozona desde la introducción de la moneda única.

De esta forma, el crédito nuevo tanto para pymes como también para hogares ha crecido en 2014 por primera vez en siete años. Este flujo de crédito, que ya está llegando a las partes más productivas de la economía, es compatible con el necesario proceso de desendeudamiento del sector privado, que va a continuar en el futuro. La mejora en la financiación también se ha extendido además a los mercados de capitales, donde las empresas españolas han emitido alrededor de 20.000 millones de euros en 2014.

No obstante, el Gobierno ha sido consciente desde el inicio de la legislatura de que para asentar el nuevo modelo económico, basado en la competitividad, no basta con

la vuelta del crédito. Por su capilaridad y conocimiento del cliente, el canal bancario es una herramienta muy eficiente, especialmente para financiar proyectos que requieren colateral.

Sin embargo, son varias las razones por las que resulta clave fomentar mecanismos alternativos de financiación. En primer lugar, estos mecanismos aportan financiación de recursos propios y no sólo financiación de deuda, lo cual contribuye al desapalancamiento de la economía. En segundo lugar, estas fuentes alternativas, al contrario de lo que ocurre con la financiación bancaria, no requieren colateral. Así este tipo de financiación alternativa es idónea para promover ideas y proyectos que sin duda entrañan mayor riesgo empresarial pero cuyo potencial de crecimiento también es más elevado. Por último, la financiación alternativa ayuda a diversificar el abanico de prestamistas de las empresas más allá del sector bancario. Con ello se pretende evitar lo ocurrido en la pasada crisis bancaria, donde las pymes, altamente dependientes del canal bancario, sufrieron una fuerte restricción en su financiación.

En este sentido, el proyecto de Ley de fomento de la financiación empresarial, que se encuentra en su trámite parlamentario final, es uno de los pilares principales para la construcción de este nuevo modelo de financiación. Esta norma desarrolla la regulación del *crowdfunding*, una fórmula que busca financiar a las empresas en sus primeras fases de desarrollo y que está experimentando un auge en España. Esta futura norma también va a fomentar la competencia entre bancos al obligar a las entidades a ofrecer a las pymes su historial o perfil crediticio para solicitar financiación a otra entidad, lo que permitirá a las empresas obtener crédito de forma más sencilla y rápida. Asimismo, el banco se verá obligado a dar un preaviso de tres meses a la pyme cuando quiera reducir su financiación.

Otra de los pilares para el fomento de la financiación no bancaria es la Ley de Capital Riesgo, que moderniza el marco regulatorio de este sector con figuras novedosas como las entidades de capital riesgo pyme y la reducción de cargas regulatorias para los operadores de este mercado. Las mejoras normativas persiguen también que las pymes españolas puedan acceder con mayor facilidad a los mercados de capitales, como lo hacen las grandes empresas. Dentro de este objetivo se enmarca la creación hace un año del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y las mejoras establecidas en el funcionamiento del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), mercados que se analizan en detalle en los artículos del monográfico que tienen entre sus manos.

Si la nueva financiación es importante, también lo es la refinanciación de las deudas asumidas por las empresas durante la etapa del *boom* crediticio. Con este objetivo, el Ejecutivo ha emprendido una reforma profunda de los procesos de refinanciación en el ámbito preconcursal y concursal, a través de la Ley de Refinanciación y Reestructuración de la deuda empresarial y del proyecto de Ley de medidas urgentes en materia

concursal, que se encuentra en la fase final de su tramitación. Ambas medidas buscan favorecer que las empresas viables, pero con un alto nivel de endeudamiento, puedan acordar con sus acreedores quitas o esperas con mayor flexibilidad, que garanticen la pervivencia de su actividad y el mantenimiento de los puestos de trabajo. Hoy nueve de cada diez empresas que van a concurso acaban en liquidación, una estadística que resulta inasumible y a la que es preciso dar la vuelta.

La mejora de la financiación privada para las empresas españolas y el nuevo modelo de financiación empresarial descrito van a permitir que el Instituto de Crédito Oficial (ICO), que ha jugado un papel contracíclico importante en la financiación de la pyme durante los años más agudos de la crisis, vaya reduciendo su actividad crediticia y cediendo protagonismo a los bancos. Los datos dan la medida de la importancia del instituto público en los tres últimos años: la actividad de mediación del ICO supone hoy un 6 por 100 de los nuevos créditos concedidos en España a través de las líneas de mediación, cuando antes de la crisis suponía un 1 por 100. El pasado año, el ICO dispuso de más de 20.000 millones de euros a través de sus líneas de mediación.

A medida que vaya retirándose del mercado crediticio, el ICO centrará sus esfuerzos en otras actividades con mayor valor añadido como el desarrollo del capital riesgo. En este contexto, el Fond-ICO global está siendo un factor dinamizador clave de este sector, con una dotación de 1.200 millones de euros. Desde su creación hace un año, ha ayudado a crear 23 nuevos fondos, con un objetivo global de 8.600 millones de euros y con el compromiso de invertir al menos 2.000 millones de euros en pymes en España. Estas cifras suponen multiplicar por cinco la actividad del capital riesgo en España en el último lustro y dotar a la economía de un moderno instrumento de financiación de aquellas actividades más innovadoras.

Tras tres años de esfuerzos centrados en el saneamiento del sector financiero, en el control de las cuentas públicas y con una importante agenda de reformas estructurales, la economía española avanza hacia la recuperación y la salida definitiva de la crisis. El nuevo modelo de financiación para el sector privado, que va a permitir que el crédito y el capital lleguen a los sectores más competitivos e innovadores de la economía, ya está preparado para acompañar esta recuperación y dinamizar la actividad de las pymes españolas, con el objetivo de recuperar el crecimiento económico y el empleo que nunca debimos perder.

INTRODUCCIÓN

*Jorge Dajani González**
*Antonio Ortiz Fernández***

La financiación empresarial es una de las variables claves para entender la evolución de la economía española en los últimos años. Una variable, basada principalmente en el crédito bancario, que ha mostrado un alto grado de prociclicidad en las últimas décadas.

Durante la etapa expansiva que trascurrió entre los años 2001 y 2007, cuando la economía española crecía a tasas que promediaron el 3,6 por 100, el crédito empresarial registraba crecimientos anuales del 20 por 100. Este desarrollo del crédito, muy por encima del ritmo de crecimiento económico, ha sido uno de los causantes de los principales desequilibrios que acumuló España tanto desde el punto de vista interno como externo.

En los años de crisis económica en que se vio sumido nuestro país, otra vez la financiación tuvo un papel protagonista. La restricción crediticia que sufrieron las empresas españolas, tanto desde el punto de vista cuantitativo como por los costes de financiación, actuó como un catalizador en la destrucción del empleo.

En este sentido, se hacía imprescindible adoptar medidas que ayudasen a reactivar el crédito nuevo a empresas, recapitalizando el sector financiero e impulsando las líneas del Instituto de Crédito Oficial. En paralelo se han creado e impulsado nuevos mercados e instrumentos alternativos a la financiación bancaria con el objetivo de reducir la dependencia del crédito bancario y ofrecer nuevas fuentes de financiación a las empresas.

A lo largo de 2014 la economía española ha venido recuperando el crecimiento económico, y el crédito nuevo a pymes ha crecido por primera vez en siete años. Por tanto, nos encontramos ahora en un escenario desde el punto de vista de la financiación mucho más favorable pero también más equilibrado: el crédito vuelve a fluir hacia las empresas pero éstas tienen a su disposición un abanico de instrumentos mucho más amplio para financiarse.

Este número de la revista *Información Comercial Española* analiza desde diversas perspectivas la financiación de la empresa española, prestando especial atención a la

---

* Técnico Comercial y Economista del Estado. Director General de Análisis Macroeconómico y Economía Internacional.

** Técnico Comercial y Economista del Estado. Vocal Asesor del Gabinete del Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa.

financiación de la pyme, que representa una parte mayoritaria del tejido empresarial español. A lo largo del monográfico se analiza cómo se han venido financiando las empresas en los últimos años, y se ahonda en todos los instrumentos, tanto públicos como privados, crediticios y de mercado de capitales y nacionales y europeos, que disponen nuestras empresas hoy en día.

El monográfico arranca con un artículo que dará al lector una panorámica sobre las tendencias recientes en la financiación bancaria a las empresas españolas antes, durante y en la salida de la crisis. En este artículo, **Rafael Doménech**, Economista Jefe de Economías Desarrolladas, **Santiago Fernández de Lis**, Economista Jefe de Sistemas Financieros y Regulación y **Macarena Ruesta**, Analista del Sector Bancario, todos ellos de BBVA Research, se detendrán en los factores que han afectado a la financiación bancaria tanto desde el punto de vista de la oferta como de la demanda. Concluyen en su artículo que la dualidad del sistema productivo, con una proporción elevada de empresas con capacidad para endeudarse, un sistema bancario que ha salido reforzado tras las sucesivas medidas de reestructuración y las políticas del Banco Central Europeo, permiten ser optimistas sobre la posibilidad de que la recuperación económica no se vea ahogada por las restricciones crediticias. Además, esta recuperación económica con crédito está siendo compatible con el necesario desapalancamiento del sector empresarial. En cualquier caso, los autores valoran la importancia de diversificar las fuentes de financiación empresarial.

Precisamente esta necesidad de diversificar las fuentes de financiación empresarial es analizada en gran profundidad por **Jaime Carvajal,** Consejero Delegado del Grupo Arcano, e **Ignacio de la Torre**, socio del Grupo Arcano y director académico de los Másteres de Finanzas del IE Business School. En su artículo justifican, desde un punto de vista macroeconómico, la importancia de la financiación vía mercado de capitales para el crecimiento económico, describiendo a continuación los instrumentos más representativos de que disponen las empresas para acudir al mercado de capitales. Por último, los autores valoran la irrupción que los mercados de capitales han tenido en la empresa española.

Rosa Sánchez-Yebra, Secretaria General del Tesoro y Política Financiera, desarrolla en su artículo el nuevo marco normativo de la financiación empresarial en España. Las novedades normativas han sido impulsadas con dos objetivos. Por un lado, fortalecer las fuentes de financiación corporativa directa para reducir la excesiva dependencia que las empresas españolas tienen del crédito bancario. Y por otro lado, avanzar en el necesario desapalancamiento del sector empresarial, que había acumulado unos niveles de endeudamiento excesivos al inicio de la crisis.

Si este artículo se centra en las reformas estructurales para impulsar, directa o indirectamente la financiación empresarial, los siguientes tres artículos del monográfico desarrollan los instrumentos existentes en el sector público destinados a la financiación de nuestras empresas.

Daniel Calleja, Director General de Empresa e Industria de la Comisión Europea, dedica su artículo a desgranar los instrumentos existentes en el ámbito europeo para la financiación de la pyme, que se agrupan en tres categorías. En primer lugar existen a nivel europeo medidas presupuestarias, tanto a través de programas dedicados centralmente a la financiación de la pyme como de otros programas que, promoviendo objetivos como la innovación, la transición a una economía baja en carbono o el desarrollo de redes de transporte y telecomunicaciones, en última instancia se transmiten mediante la financiación de pymes. En segundo lugar, también se han implantado medidas normativas que impactarán directa o indirectamente de forma muy positiva en la financiación empresarial. Por último, la Comisión Europea ofrece instrumentos de información y asesoramiento para que las pymes conozcan y puedan acceder a aquellos instrumentos más acordes a sus necesidades específicas.

En el siguiente artículo, **Román Escolano**, ex Presidente del Instituto de Crédito Oficial entre los años 2011 y 2014 y actual Vicepresidente del Banco Europeo de Inversiones, expone el importante papel que desempeña el Instituto de Crédito Oficial (ICO) para la financiación de la pyme española. El ICO, como banco público, ha sido un importante instrumento contracíclico durante la última crisis económica, manteniendo una presencia crucial en el sistema financiero español en los momentos de mayor restricción crediticia. El ICO ha apoyado a las pymes a través de sus líneas de mediación y también con su participación en el Plan de Pago a Proveedores y con su intensa actividad internacional. Además, en los últimos meses, el ICO ha actuado de catalizador en el sector del capital riesgo español.

La terna de artículos dedicados a los instrumentos públicos de financiación a la pyme se completa con el firmado por **Maria Luisa Poncela**, Secretaria General de Ciencia, Tecnología e Innovación y **Antonio Fernández-Martos**, Director General de Comercio e Inversiones. En este artículo se explican todos los instrumentos de financiación que están a disposición de la pyme española, para impulsar su internacionalización y su capacidad de innovación. Dichos instrumentos se articulan en torno al Plan Estratégico de Internacionalización de la Economía Española 2014-2015 y a la Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020.

Los siguientes dos artículos se centran en dos pilares de la financiación alternativa para las pymes. El primero de ellos, firmado por **Antonio Zoido**, Presidente de Bolsas y Mercados Españoles, explora las opciones que las pymes españolas tienen en los mercados de capitales. En el artículo se ahonda en las ventajas que ofrece a la pyme la captación de recursos propios y ajenos desde mercados organizados y en las barreras hasta ahora existentes para que las pymes accedan al mercado de capitales. Además, se presta especial atención a la idoneidad de los mercados alternativos para la financiación de empresas pequeñas y medianas, haciendo una comparativa internacional de este tipo de mercados y presentando propuestas para incrementar su atractivo.

En el segundo artículo **Carlos Lavilla**, Presidente Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo, se centra en el capital riesgo como forma de financiación empresarial. Tras repasar el concepto de capital riesgo y las modalidades existentes, el artículo se detiene en la evolución y la presencia actual que este sector tiene en nuestro país, prestando especial atención a las novedades regulatorias que se han aprobado para este sector en este año.

Este número de la revista *Información Comercial Española* se cierra con la aportación desde el ámbito académico de **Joaquín López Pascual**, Profesor Titular de Economia Financiera y Contabilidad de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. En su artículo hace un repaso desde el punto de vista teórico de todas las alternativas de financiación de que disponen las pymes y analiza la evolución que han tenido todas ellas en los últimos años.

Rafael Doménech Vilariño*
Santiago Fernández de Lis Alonso**
Macarena Ruesta Baselga**

TENDENCIAS RECIENTES EN LA FINANCIACIÓN BANCARIA A LA EMPRESA ESPAÑOLA

En este artículo analizamos las tendencias recientes en la financiación bancaria a las empresas españolas antes, durante y en la salida de la crisis. La recuperación económica en España requiere un proceso de desapalancamiento que no es incompatible con flujos crecientes de nuevo crédito a actividades rentables. La dualidad del sistema productivo, un sistema bancario reforzado tras las sucesivas medidas de reestructuración y las políticas del Banco Central Europeo permiten ser optimistas sobre la posibilidad de que la recuperación económica no se vea ahogada por restricciones crediticias. A pesar de los importantes avances que se han producido durante los últimos trimestres, existe un amplio margen de maniobra para seguir mejorando y diversificando las fuentes de financiación empresarial, mediante una evaluación continua y el rediseño constante de todas aquellas medidas destinadas a mejorar los instrumentos existentes y desarrollar otros nuevos.

Palabras clave: *crédito, empresas, sistema bancario.*
Clasificación JEL: *G21.*

1. Introducción

En este artículo analizamos las tendencias recientes en la financiación bancaria a las empresas españolas. La evidencia muestra claramente tres etapas bien diferenciadas desde los primeros años de la década pasada. La primera, anterior a la crisis, se caracterizó por que el crecimiento del PIB estuvo acompañado por un fuerte aumento del crédito, muy por encima de lo que se observaba en otros países de nuestro entorno, que se destinó de manera muy significativa hacia sectores con bajo crecimiento de la productividad y escasa actividad exportadora. El resultado fue un crecimiento económico elevado pero sobre unas bases débiles e insostenibles a medio y largo plazo.

* BBVA Research y Universidad de Valencia.
** BBVA.
Los autores agradecen los comentarios y la ayuda de A. García y J. F. Izquierdo.

La segunda etapa corresponde al ajuste como consecuencia de la crisis, entre 2009 y 2013. Durante ese período confluyeron factores de oferta y demanda, pero han sido fundamentalmente estos últimos los que han dominado. Como resultado de este proceso, la ratio de endeudamiento empresarial disminuyó significativamente desde un importe equivalente al 90 por 100 del PIB hasta niveles por debajo del 60 por 100 en la actualidad, todavía por encima de lo observado en el conjunto de la eurozona. Por su parte los tipos de interés han disminuido hasta situarse claramente por debajo de los niveles observados durante 2006 y 2007, a pesar del importante aumento de la morosidad empresarial y del consiguiente repunte de las primas de riesgo. La última etapa está marcada por la estabilización y recuperación del flujo de nuevas operaciones de crédito, consecuencia de la reciente recuperación económica, el proceso de reestructuración del sistema bancario español y una política monetaria más expansiva por parte del Banco Central Europeo (BCE).

Tras repasar en el segundo apartado esta evidencia sobre la evolución de la financiación bancaria durante la crisis económica, los cambios en las fuentes de financiación de las empresas y los efectos asimétricos en función de su tamaño de las empresas, en el tercer apartado se analizan las condiciones para que la salida de la crisis no se vea ahogada por restricciones crediticias, en lo que se han venido a denominar *credit-less recoveries*[1]. Estas recuperaciones, más frecuentes después de burbujas inmobiliarias y financieras, se caracterizan por un crecimiento muy inferior a las recuperaciones normales, y afecta en mayor medida a los sectores más dependientes de la financiación externa y a la inversión. Justo lo contrario de lo que necesita la economía española durante los próximos años.

La recuperación económica requiere un proceso de desapalancamiento de las empresas más endeudadas, compatible con la provisión de nuevo crédito a actividades económicas rentables y en crecimiento. Como argumentamos en este artículo, es precisamente el flujo de nuevas operaciones de crédito el que está relacionado con la producción y la creación de empleo. Aunque la situación actual dista de ser óptima, afortunadamente la dualidad del sistema productivo —con una proporción elevada de empresas con capacidad para endeudarse y un sistema bancario que ha salido reforzado tras las sucesivas medidas de reestructuración— y las políticas del BCE permiten ser optimistas sobre la posibilidad de que el proceso de reducción de la deuda por parte de las empresas se vea simultáneamente acompañado por una financiación adecuada del crecimiento económico. Al menos para aquellas empresas en las que debe basarse este crecimiento y evitando volver a los excesos cometidos en el pasado. El crecimiento a medio y largo plazo de la economía española debe fundamentarse en bases más sólidas que las observadas en la década anterior, lo que exige, entre otras muchas características, que el crecimiento sea menos intensivo en el endeudamiento de las empresas, que este último se encuentre adecuadamente diversificado, y que la financiación se destine a actividades productivas y facilite el crecimiento de su tamaño y su internacionalización.

Para alcanzar estos objetivos, en el cuarto apartado se discuten las mejoras de los instrumentos existentes de financiación bancaria y no bancaria de las empresas, centrándonos en las líneas de financiación del ICO y de los avales de las Sociedades de Garantía Recíproca, las modificaciones de la Ley Concursal, las propuestas de mejora de la financiación bancaria a las pymes que se incluyen en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, o las mejoras del Mercado Alternativo Bursátil, del Mercado Alternativo de Renta Fija y del mercado de titulizaciones.

En el quinto y último apartado presentamos las principales conclusiones de este artículo.

[1] Véase, por ejemplo, ABIAD, DELL'ARICCIA y LI (2011) y CALVO, IZQUIERDO y TALVI (2006).

2. La crisis y sus efectos en la financiación de la empresa española

Una característica relevante de la expansión económica observada en España durante los primeros años de la década pasada, es que estuvo acompañada por un fuerte aumento del crédito, como consecuencia de unas condiciones de financiación extremadamente laxas. Tipos de interés reales muy bajos o incluso negativos, expectativas de elevado crecimiento real e infravaloración del riesgo, tanto por la demanda como por la oferta de crédito, incentivaron el endeudamiento excesivo de un porcentaje elevado de empresas y economías domésticas. Así, la financiación a los hogares se concentró en la financiación de la adquisición de vivienda, alcanzando los niveles máximos de crecimiento durante los años 2004, 2005 y 2006 con un crecimiento medio interanual del 24 por 100.

Por su parte, la financiación a empresas se destinó de manera muy significativa hacia sectores con escasa actividad exportadora. Así, la financiación recibida por las actividades relacionadas con construcción e inmobiliaria creció por encima del agregado del crédito a actividades productivas, observándose las mayores diferencias entre los años 2003 y 2006. En el Gráfico 1 se han representado las tasas de crecimiento del crédito total a empresas y del que se excluye la construcción y las actividades inmobiliarias. Hasta 2007 las diferencias fueron crecientes, alcanzando máximos en el entorno de los 12 puntos porcentuales lo que elevó el crédito a estos sectores desde un 25 por 100 del total del crédito empresarial, en el año 2000, hasta casi un 50 por 100, en el año 2007. Solo a partir de 2008 la tasa de crecimiento del crédito a estos sectores empezó a ser menor que la del crédito total.

Está dinámica se tradujo en un elevado crecimiento económico caracterizado por un reducido aumento de la productividad, un déficit de la balanza por cuenta corriente, que llegó a alcanzar el 10 por 100 del PIB en 2008, y un endeudamiento interno y externo creciente sobre una senda claramente insostenible. Estas necesidades crecientes de financiación del sector privado durante la época de expansión se canalizaron sin problemas a través del sistema bancario, que se financió en los mercados mayoristas europeos a tipos muy bajos, colocando cédulas y titulizaciones respaldadas en su mayoría por préstamos vinculados al sector de la vivienda.

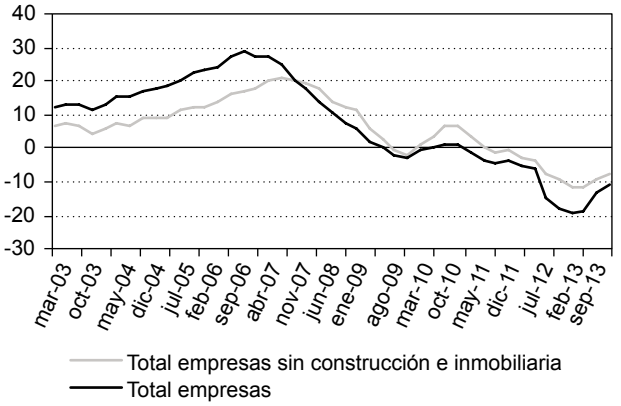
Durante los últimos años de la expansión económica empezaron a cambiar las condiciones de financiación. Tras las subidas de 175 puntos básicos (pb) de los tipos de interés por parte del BCE durante 2006 y 2007, y su consiguiente traslación a los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a empresas, representados en el Gráfico 2, se empezaron a observar los primeros síntomas de una desaceleración de la demanda de vivienda, que se tradujo a su vez en una desaceleración del crédito al sector inmobiliario, tal y como se observa en el Gráfico 1. A mediados de 2007, el sector de la vivienda mostraba ya un claro deterioro de sus expectativas de actividad futura. Este cambio de expectativas terminó coincidiendo en el tiempo con los primeros síntomas de la crisis del mercado *subprime* en EE UU, que desembocaría un año más tarde en la quiebra de Lehman Brothers y el colapso de los mercados financieros mundiales.

La rápida y contundente respuesta de los bancos centrales de las principales economías fue insuficiente para evitar el hundimiento del comercio internacional, con la consiguiente disminución de las exportaciones. Por su parte, la intensa caída de las expectativas y de la confianza de las empresas y las economías domésticas dio lugar al desplome de la inversión privada y, en menor medida, del consumo.

En estas circunstancias, la crisis cambió los patrones de comportamiento de las empresas españolas. A partir de este momento, las empresas no sólo redujeron de manera importante sus planes de inversión sino que también disminuyeron, por razones de demanda y oferta, su recurso a la financiación ajena, lo que llevó a reducir notablemente la financiación de las sociedades no financieras españolas (véase Ayuso, 2013). Durante

GRÁFICO 1

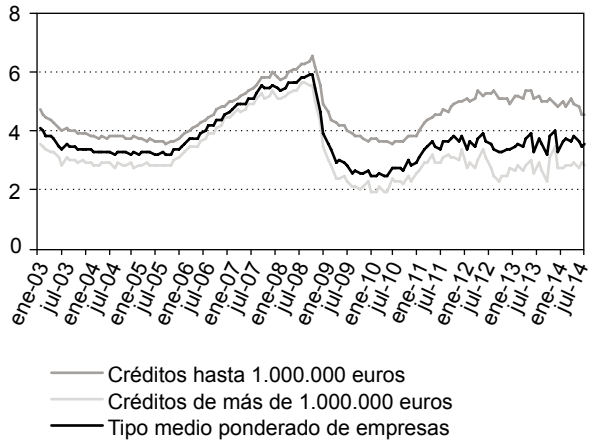
TASAS DE CRECIMIENTO DEL SALDO VIVO DE PRÉSTAMOS A EMPRESAS: TOTAL Y SIN CONSTRUCCIÓN NI SECTOR INMOBILIARIO, 2003-2014 (En %)



FUENTE: Banco de España y BBVA Research.

GRÁFICO 2

TIPOS DE INTERÉS DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS



FUENTE: Banco de España.

2008 y 2009, el ajuste fue tan importante que desde el año 2010 las empresas españolas empezaron a mostrar capacidad de financiación, lo que refleja que las decisiones de inversión adoptadas se limitaron al ahorro generado anualmente, una parte del cual además tuvo que usarse para devolver parte de los pasivos financieros adquiridos durante la época de expansión.

Los factores por el lado de la demanda fueron básicamente dos. El primero tiene que ver precisamente con la caída de la inversión y consumo privados, de manera que empresas y economías domésticas demandaban menos financiación externa ante una menor actividad. El segundo factor fue que las expectativas de un menor crecimiento económico redujeron la tasa interna de rentabilidad de los proyectos de inversión, de manera que con idénticas condiciones de oferta de crédito y de valoración del riesgo, una menor cantidad de solicitudes de crédito resultaban solventes y, por lo tanto, elegibles. Es decir, la calidad de la demanda se vio afectada negativamente por la situación económica general, con la consiguiente disminución de la cantidad de crédito y el aumento de las primas de riesgo. Conviene destacar que la caída de la demanda por la menor actividad agregada reduce el crédito y disminuye el tipo de interés, mientras que la menor calidad de la demanda también disminuye el crédito pero aumenta el tipo de interés.

Por su parte, los factores por el lado de la oferta fueron variados, pero todos ellos han reducido el crédito y aumentado los tipos de interés. Primero, un aumento del coste de financiación por el aumento de las primas de riesgo. Segundo, los problemas de liquidez (y en algunos casos de solvencia) que ha sufrido durante la crisis una parte significativa del sistema financiero español. Tercero, que la valoración del riesgo, como suele ser habitual en las fases contractivas, se tensionó como consecuencia de la crisis económica y la incertidumbre, de manera que los criterios de concesión se endurecieron. Cuarto, la incertidumbre regulatoria y los requisitos de más capital han desincentivado la

concesión de crédito. Por último, la reestructuración bancaria provocó la desaparición de un buen número de proveedores financieros para muchas empresas, que se vieron en la necesidad de buscar financiación en otras entidades bancarias. Dado el reducido tamaño de buena parte de estas entidades, en muchos casos autónomos, y la escasa información financiera de muchas de ellas, se produjo un problema de información asimétrica entre demanda y oferta de crédito.

Resulta difícil estimar la importancia cuantitativa de los factores de oferta y demanda en la fuerte contracción del saldo vivo de crédito, que se empieza a observar a partir de la segunda mitad de 2009, tal y como muestra el Gráfico 1. En su *Global Financial Stability Report* de octubre de 2013, el Fondo Monetario Internacional ha estimado que los factores de demanda fueron mucho más importantes (más del doble) que los de oferta entre 2008 y 2010, y aproximadamente iguales (y más reducidos) a partir de 2011.

Este resultado es consistente con el comportamiento de los tipos de interés que se observa en el Gráfico 2. Desde finales de 2008 a principios de 2010 se produce una fuerte disminución del crédito y de los tipos de interés de las nuevas operaciones (de unos 350pb), lo que indica que dominaron los factores de demanda. A lo largo de 2010 siguió disminuyendo el crédito pero los tipos de interés aumentaron unos 100pb, como consecuencia del aumento de la prima de riesgo de España y la crisis bancaria, lo que parece indicar un peso mayor de los factores de oferta. Esta situación se estabiliza en 2012 y a partir de la segunda mitad de 2013, como veremos a continuación, se empiezan a recuperar lentamente los flujos de nuevas operaciones de crédito y, más recientemente, se produce una disminución de los tipos de interés. Esta evidencia indica que la reestructuración del sistema bancario español y las políticas del BCE dan lugar a un *shock* de oferta positivo en el mercado de crédito, de manera más clara a lo largo de 2014.

Sobre la reestructuración bancaria y sus efectos, Martínez (2014) ha estimado que el impacto agregado y directo de la misma sobre el crédito de las sociedades no financieras fue en torno a unos 0,4 puntos porcentuales del *stock* de crédito total entre septiembre de 2012 y noviembre de 2013. No obstante, como el propio autor comenta, esta estimación no tiene en cuenta los efectos indirectos positivos del saneamiento, reestructuración y recapitalización del sector a través de una mejora de la confianza de los mercados internacionales, de la prima de riesgo y del acceso a la financiación del conjunto del sistema bancario.

Para analizar con más detalle la relación del saldo vivo de crédito (*S*) con la actividad económica es necesario realizar la siguiente descomposición:

$$S_t = F_t - A_t + S_{t-1} \qquad [1]$$

en donde F_t es el flujo de nuevas operaciones de crédito y *At* las amortizaciones. A partir de la expresión anterior resulta fácil comprobar que la tasa de crecimiento del *stock* de crédito viene determinada por la diferencia entre el flujo de nuevas operaciones de crédito (cuya correlación con el crecimiento del PIB es mayor que la del *stock* de crédito, tal y como argumenta Doménech, 2013) y las amortizaciones sobre el *stock* de crédito al inicio del período:

$$\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{F_t}{S_{t-1}} - \frac{A_t}{S_{t-1}} \qquad [2]$$

que también puede expresarse en términos de porcentajes respecto al PIB:

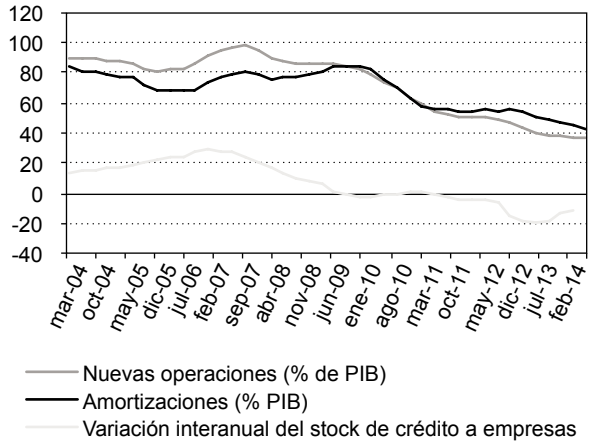
$$\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \cdot \frac{S_{t-1}}{PIB_t} = \frac{F_t}{PIB_t} - \frac{A_t}{PIB_t} \qquad [3]$$

En la medida que el *stock* de crédito sobre el PIB es siempre positivo, el signo de la tasa de crecimiento de ese *stock* viene determinado por la diferencia entre la participación del flujo de nuevas operaciones de crédito y de las amortizaciones sobre el PIB.

En el Gráfico 3 se han representado ambos componentes de la tasa de crecimiento del saldo vivo de crédito. Hasta el 2009 la tasa de crecimiento fue po-

GRÁFICO 3

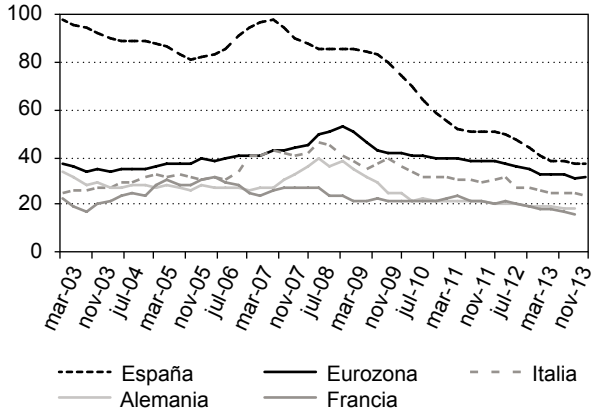
FLUJO DE NUEVAS OPERACIONES Y AMORTIZACIONES, COMO PORCENTAJE DEL PIB, Y TASA DE CRECIMIENTO DEL STOCK DE CRÉDITO A EMPRESAS, ESPAÑA 2003-2014 (En %)



FUENTE: Banco de España.

GRÁFICO 4

FLUJO DE NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS COMO PORCENTAJE DEL PIB, 2003-2014 (En %)



FUENTE: Banco Central Europeo.

sitiva porque el flujo de crédito era muy superior a las amortizaciones. De hecho, las nuevas operaciones de crédito suponían entre un 80 y un 100 por 100 del PIB, muy por encima del promedio de la eurozona (entre el 30 y 40 por ciento del PIB), lo que puede calificarse como una situación de crecimiento del PIB excesivamente intensiva en el flujo de nuevo crédito.

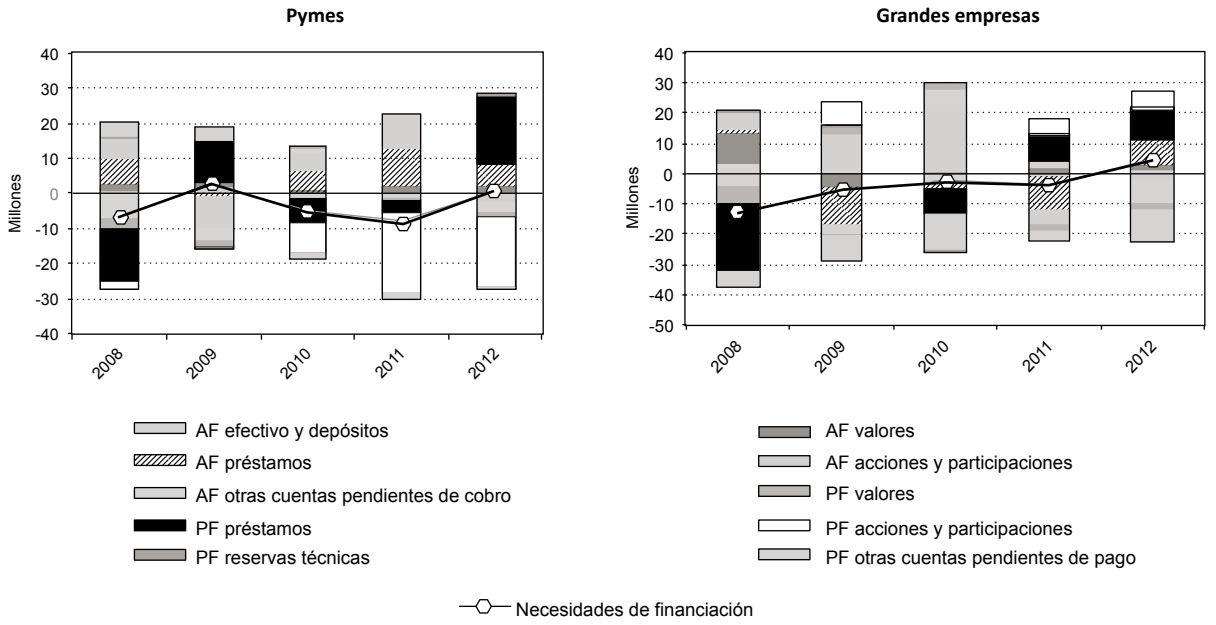
Como consecuencia de los factores de oferta y demanda descritos anteriormente, en el Gráfico 3 se observa que el flujo de nuevas operaciones de crédito se redujo rápida e intensamente, hasta situarse por debajo de las amortizaciones a partir de 2009. Las amortizaciones también disminuyeron, estabilizándose en 2010. Esta caída de las amortizaciones se explica porque, mientras una parte de las mismas supone un porcentaje relativamente estable del *stock* de crédito, otra está asociada a los flujos de crédito nuevo a corto plazo que vencen y dejan de renovarse.

Los últimos datos disponibles indican que el flujo de nuevas operaciones de crédito a empresas se ha estabilizado ligeramente por debajo del 40 por 100 del PIB. A pesar del intenso ajuste, este porcentaje se encuentra por encima del que se observa en el conjunto de la eurozona, tal y como muestra el Gráfico 4, si bien esta discrepancia puede deberse a diferencias en el plazo.

El entorno de dificultad al que se enfrentaron las empresas no solo cambió las necesidades de financiación sino que también cambiaron los instrumentos financieros que las sociedades utilizaban, tal y como se muestra en el Gráfico 5. Mientras que antes de 2008 las empresas españolas se financiaban mayoritariamente con préstamos concedidos por las instituciones financieras, a partir de este momento dicha actividad se contrae significativamente, con excepción de algunos trimestres. Con la crisis adquieren mayor protagonismo otras fuentes alternativas de financiación, tanto las más tradicionales (incremento de los

GRÁFICO 5

NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE PYMES Y GRANDES EMPRESAS



FUENTE: Banco de España.

préstamos interempresas o la elevación de los fondo propios), como las menos habituales (venta de activos financieros o cancelaciones de los créditos comerciales concedidos).

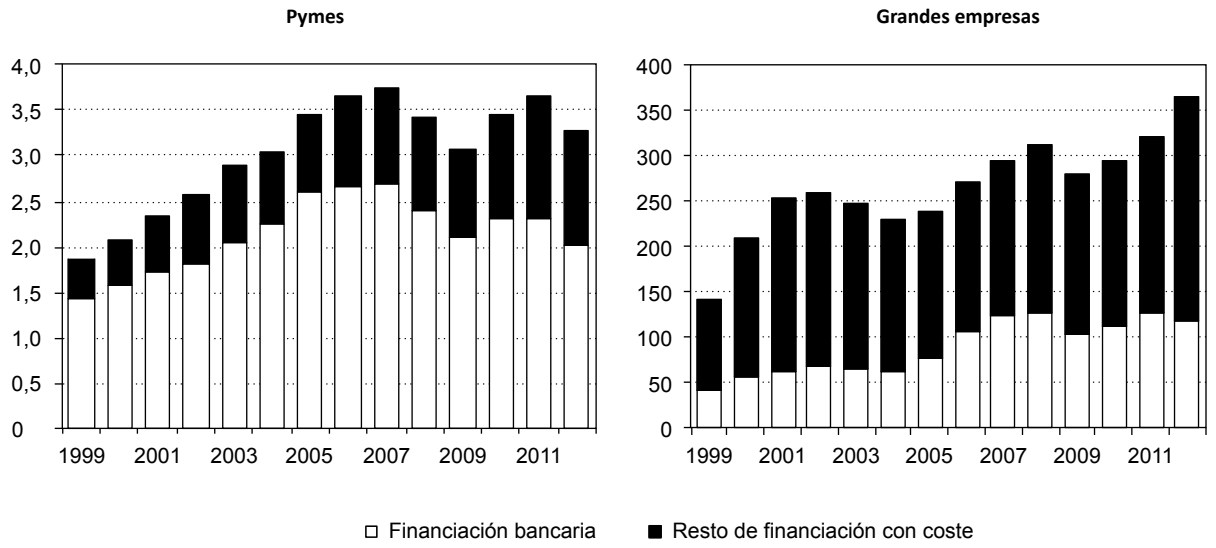
Los últimos datos disponibles mantienen la tendencia de ajuste de los activos y pasivos financieros. Los primeros, por la venta de activos financieros y cancelación de los créditos comerciales concedidos. Los segundos, fundamentalmente por la devolución de la deuda bancaria y de los créditos comerciales pendientes de pago, aunque parcialmente compensados por la generación de fondos propios.

La generación de fondos propios por parte de las empresas españolas es una fuente tradicional de financiación, pero desde el inicio de la crisis las decisiones de inversión se han tenido que tomar teniendo en cuenta que el apalancamiento de las mismas tenía que ser menor que el observado en los años previos a la crisis. Esta situación no ha sido generalizada para todos los tipos de empresas, sino que ha sido especialmente característica de las empresas más pequeñas (pymes), que no solo han generado recursos propios para financiar sus decisiones de inversión, sino que también lo han hecho para devolver parte de la financiación bancaria obtenida en los años previos a la crisis.

El desarrollo de otras formas de financiación empresarial no ha quitado el protagonismo a la fuente de financiación más tradicional de todas: la bancaria nacional. Así, del total de pasivos financieros de las empresas, casi el 30 por 100 corresponde a la financiación concedida por las instituciones financieras nacionales. Dicho porcentaje sería superior si se pudiera incorporar la financiación obtenida de las entidades financieras del resto del mundo aunque es una alternativa accesible para un número limitado de empresas.

GRÁFICO 6

COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS DE LAS GRANDES EMPRESAS Y DE LAS PYMES
(Valores medios en millones de euros)



FUENTE: Banco de España.

El tamaño constituye uno de los principales determinantes de la composición de la financiación de las empresas y de las condiciones de esta financiación, en tanto que las grandes empresas tienen acceso a financiación directa en los mercados financieros (también en los internacionales) a través de instrumentos más sofisticados, pero no las pequeñas. En el Gráfico 6 se observa claramente que el crédito bancario es mucho más importante en la estructura de financiación de las pymes que de las grandes empresas. Además, también se observa que el valor medio de los pasivos muestra una tendencia creciente en las grandes empresas, incluso en la mayor parte de los años de la crisis, mientras que en las pymes esto no ocurre.

La dimensión de las empresas no solo afecta a la estructura de su financiación, sino que también lo hace sobre las condiciones de financiación, mucho más favorables entre las grandes empresas. Uno de los principales problemas de las pymes durante la crisis (en mayor medida que para las grandes empresas) ha sido las condiciones de acceso a la financiación. En el Gráfico 7 se observa que entre un 25 y un 35 por 100 de las pymes ha citado el acceso a la financiación como principal problema, entre 5 y 10 puntos más que las grandes empresas[2].

3. La recuperación económica y las perspectivas en el medio y largo plazo

Como apuntan Andrés y Doménech (2014), el análisis de la importancia del crédito en la recuperación de la economía española ha dado lugar a una aparente contradicción, con condiciones que parecen imposibles de satisfacer simultáneamente. Por una parte, se

[2] MARTÍNEZ, MENÉNDEZ y MULINO (2014) y MARTÍNEZ y MULINO (2014) ofrecen un análisis detallado del grado de heterogeneidad empresarial y la importancia del tamaño en la evolución reciente del crédito bancario a las empresas.

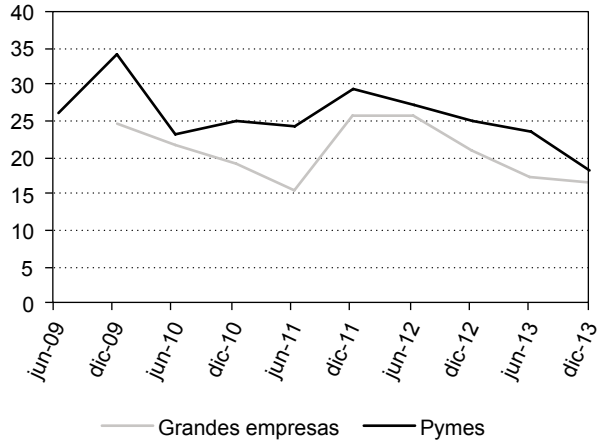
ha convertido en un lugar común en medios más o menos especializados, señalar al exceso del crédito como una de las causas de la crisis, de manera que la recuperación requiere de una significativa reducción de los niveles de endeudamiento. Por otra, se apunta a la progresiva caída del volumen de crédito como la principal limitación para la recuperación económica, de manera que esta no será posible hasta que el crédito vuelva a crecer. La contradicción se debe a la confusión entre *stocks* y flujos de crédito.

El *stock* acumulado de crédito por parte de las empresas españolas, tras años de crecimiento muy por encima del PIB, es excesivo y, sobre todo, se ha concentrado de forma ineficiente en algunas empresas y sectores de baja productividad. Tras ese endeudamiento excesivo, una crisis como la que ha atravesado la economía española en los últimos años requiere una corrección de sus desequilibrios, lo que pasa por un proceso de desapalancamiento de los agentes y sectores más endeudados. Este proceso requiere, por un lado, que las amortizaciones sean mayores que el nuevo flujo durante algún tiempo, y que el PIB aumente más de lo que lo hace el *stock* de crédito, de manera que la ratio de esta variable sobre el PIB vaya disminuyendo progresivamente.

Sin embargo, este proceso no es incompatible con la provisión de nuevo crédito a las actividades rentables. Volviendo a la expresión [3], para que el desapalancamiento sea compatible con la recuperación necesitamos simultáneamente que el *stock* de crédito *(S)* disminuya y que el flujo de nuevas operaciones *(F)* sea lo suficientemente elevado, o que incluso crezca, para financiar adecuadamente y sin restricciones las decisiones de gasto de las empresas, economías domésticas y sector público. Son las nuevas operaciones de crédito las que están precisamente relacionadas con el flujo de demanda agregada. Por su parte, el *stock* de crédito es una variable adecuada para evaluar el nivel de endeudamiento de los agentes económicos pero no para analizar la recuperación de la actividad, más ligada al flujo de nuevas operaciones. En otras palabras,

GRÁFICO 7

PORCENTAJE DE EMPRESAS PARA LAS QUE EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN ES EL PRINCIPAL PROBLEMA



FUENTE: Banco Central Europeo

la variable determinante para la recuperación económica no es el *stock* de crédito vivo sino la variación del flujo de nuevas operaciones de crédito. De hecho, son muchas las economías que en el pasado han sido capaces de superar una crisis financiera mediante un crecimiento de la actividad, en cuyas primeras fases el *stock* de crédito ha jugado un papel muy limitado desde el punto de vista agregado. Este fenómeno, que se conoce como *creditless recovery*, ha caracterizado a una buena parte de las recuperaciones tras una contracción de crédito, no solo en países emergentes, sino en países desarrollados como los escandinavos, en los años noventa.

Para que el crédito no sea una restricción para la recuperación deben darse las dos condiciones siguientes. Por una parte, que no haya una restricción efectiva de demanda, que tiene lugar cuando las empresas se encuentran tan endeudadas y ante unas expectativas de ingresos futuros tan reducidas que no tienen margen adicional de endeudamiento, no pueden llevar a cabo nuevas inversiones y no pueden crear empleo.

Por otra, que la oferta no esté restringida, de modo que el sector bancario pueda atender sin problemas de liquidez y con condiciones financieras adecuadas cualquier demanda solvente de crédito.

¿En qué situación nos encontramos actualmente? De acuerdo con el estudio de Maudos y Fernández (2014), aunque hay un porcentaje significativo de deuda (poco más de un tercio) en empresas con escasa o nula capacidad de endeudamiento a corto plazo, hay también una proporción más elevada de empresas con posibilidades de asumir mayores costes financieros y, por lo tanto, con capacidad de endeudarse. Los datos de Maudos y Fernández se refieren a 2011. Desde entonces hasta el presente la situación financiera de las empresas ha mejorado, como lo indica el hecho de que su endeudamiento agregado ha disminuido. Pero también lo ha hecho, porque con el inicio de la recuperación económica desde mediados de 2013, las empresas han visto como su excedente bruto de explotación ha mejorado significativamente.

En cuanto a la oferta, tras las medidas del BCE y la reestructuración bancaria, que afectó a algo más de un tercio del sistema, la liquidez es en estos momentos casi tan abundante como antes del inicio de la crisis y a unos tipos de interés iguales (para los préstamos hasta 1.000.000 de euros, normalmente utilizados como *proxy* de los de pymes) o inferiores (para los préstamos superiores al millón de euros) a los de entonces, a pesar de que la prima de riesgo de España es ahora muy superior. No obstante, a diferencia de lo que ocurría antes de la crisis, ahora la financiación de los nuevos proyectos de inversión requiere una mayor proporción de recursos propios y garantías, algo, por otra parte, totalmente necesario para que no se vuelvan a repetir los problemas que nos llevaron a la crisis reciente.

En definitiva, la dualidad del tejido productivo, un sistema bancario que ha salido reforzado tras las sucesivas medidas de reestructuración del sector y las políticas del BCE permiten ser optimistas sobre la posibilidad de que la recuperación económica no se vea ahogada por dificultades insalvables de financiación.

De hecho, los últimos datos disponibles correspondientes a julio de 2014 indican que el flujo de crédito a los hogares crece al 12,1 por 100 respecto a julio de 2013 y a las empresas al 12,4 por 100 en los préstamos de menos de 1.000.000 de euros. Ambas tasas se encuentran muy por encima del crecimiento del consumo e inversión privados, o del PIB nominal. Los únicos préstamos que siguen disminuyendo son los créditos por encima del millón de euros, más típicos de las grandes empresas. Pero esta caída no se debe a restricciones de oferta ni de demanda. Al contrario, las condiciones de financiación han sido tan favorables que estas empresas han podido sustituir la financiación bancaria por la de los mercados mayoristas, mientras el diferencial de tipos de interés ha justificado esa estructura de financiación. Muy recientemente hemos empezado a ver que, tras los anuncios de política monetaria del BCE, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito han empezado a disminuir rápidamente, de manera que a las grandes empresas les empieza a compensar nuevamente la financiación bancaria. En estas circunstancias, el flujo de nuevo crédito para estas operaciones crecerá posiblemente también durante los próximos trimestres.

La evolución del flujo de nuevas operaciones de crédito a las empresas y la reciente disminución de los tipos de interés de estos préstamos indican que los factores de oferta y el consiguiente aumento de la liquidez han dominado sobre los factores de demanda, a pesar de que estos también han evolucionado positivamente como consecuencia de la recuperación económica y el crecimiento de la inversión en bienes de equipo y maquinaria. El aumento de la liquidez se explica por las medidas expansivas de política monetaria del BCE, la reestructuración del sector bancario español, la disminución de la prima de riesgo de España y las menores incertidumbres en los mercados financieros.

Además, los diferenciales de tipos de interés tienen recorrido a la baja a medida que vayan mejorando la calidad de la demanda y el riesgo de crédito del sistema. En un estudio reciente de Fernández de Lis e

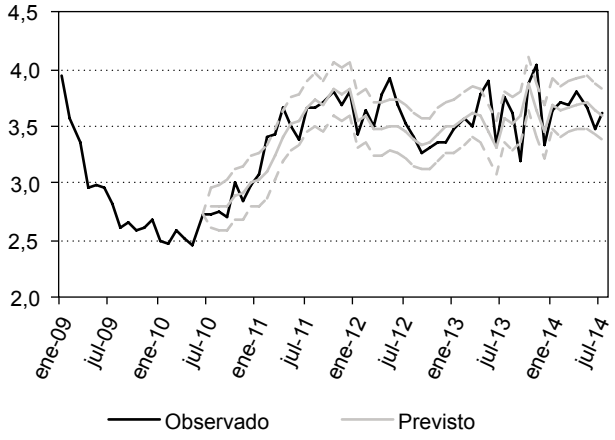
Izquierdo (2014) se encuentra evidencia de que los tipos de las nuevas operaciones de crédito a empresas aumentan a razón de unos 10 puntos básicos por cada punto porcentual de tasa de mora en la cartera de empresas. Este efecto se produce con unos cuatro meses de retraso. La capacidad explicativa del modelo estimado es muy elevada y refleja muy bien la tendencia de los tipos de interés desde el inicio de la crisis de deuda soberana (tras la crisis griega de la primavera de 2010) hasta finales de 2013, tal y como puede observarse en el Gráfico 8. Durante este período la tasa de mora de las empresas pasó del 7 al 20 por 100. Este aumento de 13 puntos porcentuales de la tasa de mora puede explicar por sí solo prácticamente la totalidad de los 130 puntos básicos de aumento del tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito a las empresas, que aumentó del 2,5 al 4 por 100 entre mayo de 2010 y noviembre de 2013. También ayuda a explicar por qué el tipo de interés se ha mantenido estable desde 2012, a pesar de la mayor relajación de la política monetaria y la caída de la prima de riesgo, fenómenos ambos que se han visto compensados por el aumento de la tasa de mora.

Los últimos datos disponibles permiten confirmar que el cambio de tendencia en la tasa de mora del sistema financiero, que ha empezado a disminuir, se está trasladando a los tipos de interés de nuevas operaciones de financiación, especialmente de pymes. Previsiblemente en los próximos meses la tasa de mora continuará con la tendencia descendiente, provocando un mayor ajuste en los costes de financiación empresariales, convergiendo a niveles similares a los de la media de la UEM (Gráfico 9).

Las expectativas más optimistas sobre el flujo de nuevo crédito y del coste de la financiación están acompañadas de unas mejores previsiones de actividad por parte de la banca y de una mejor opinión de las empresas sobre el acceso a la financiación. Así, según los últimos resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) realizada a las entidades de crédito, se espera que la oferta de crédito mejore por primera vez desde 2006 y la demanda continúe con su senda de recuperación iniciada a finales de 2013. Desde el punto de vista empresarial, también se observa una mejora del entorno. El porcentaje de pymes que declaran tener como principal problema el acceso a la financiación está disminuyendo (véase Gráfico 10).

GRÁFICO 8

TIPOS DE CRÉDITO A EMPRESAS. PROYECCIÓN E INTERVALOS DE CONFIANZA (+/- 1,96 STD) (En %)



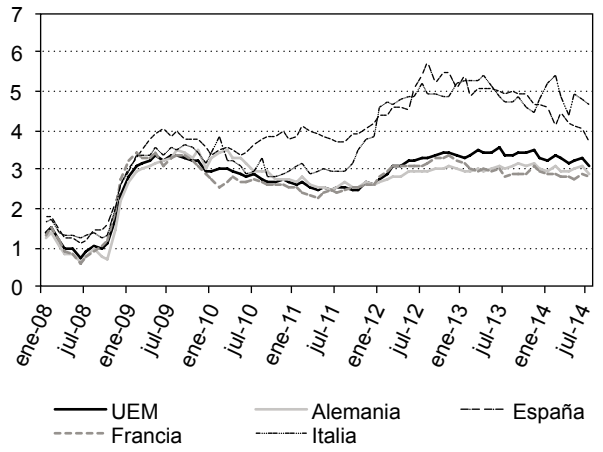
FUENTE: BBVA Research (2014)

4. Mejora de la financiación empresarial: medias públicas y privadas

Como se ha apuntado a lo largo del artículo las empresas más grandes tienen mayor facilidad para acceder a la financiación, tanto bancaria como no bancaria, y tanto interna como externa, en tanto que las más pequeñas no solo dependen más de la financiación bancaria sino que también deben asumir costes financieros superiores. Para mejorar la financiación de las pymes deben darse los pasos adecuados en varias direcciones a la vez. Por un lado, son necesarias aquellas que apoyen el crecimiento en tamaño de las

GRÁFICO 9

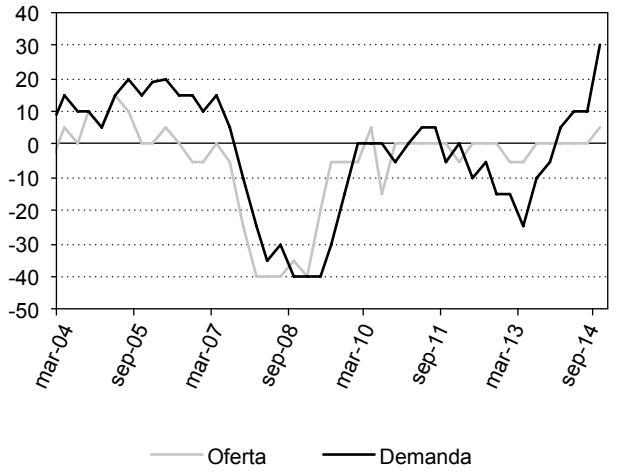
SPREAD* DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS



NOTA: *Diferencial. Créditos de menos de un millón de euros y vencimiento entre uno y cinco años (frente al euribor 12 meses).
FUENTE: EUROSTAT.

GRÁFICO 10

ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS: PRÉSTAMOS AL TOTAL DE EMPRESAS



NOTA: Indicador de difusión: porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente las condiciones x 1 + porcentaje de entidades que han endurecido en cierta medida las condiciones x 1/2 -porcentaje de entidades que han relajado en cierta medida las condiciones x 1/2 - porcentaje de entidades que han relajado considerablemente las condiciones x 1.
FUENTE: Banco de España.

pymes y así generar el círculo virtuoso entre tamaño, acceso a la financiación, exportación y productividad[3].

Por otro lado, además de acotar al máximo este tipo de barreras con efectos, de alguna manera, indirectos sobre el acceso a la financiación, hay que potenciar y desarrollar los instrumentos ya existentes, con el objetivo de influir directamente en un mejor acceso a la financiación empresarial, poniendo especial interés en las pequeñas y medianas empresas. Las iniciativas no deben concentrarse solo en las formas de financiación más tradicionales (bancaria) sino también en las no bancarias, ya que son un excelente complemento y permiten alcanzar un sistema financiero más equilibrado.

Desde el ámbito institucional se puede avanzar por varios frentes, en algunos de los cuales ya se han dado pasos positivos:

- El Instituto de Crédito Oficial (ICO) desde 2011 ha centrado su actividad en mejorar el acceso a la financiación de las pymes, creando una línea exclusiva para ellas y concentrándose en un menor número de líneas. En la actualidad, más del 90 por 100 de la financiación concedida corresponde a la línea «Empresas y emprendedores - 2014». Entre las prioridades del ICO debe estar maximizar la eficacia de las líneas de financiación. Para alcanzar este objetivo durante el pasado año se flexibilizó la forma de determinar los precios de cada una de las operaciones. Así, ahora se permite a las entidades asignar un precio ajustado al plazo y al nivel de riesgo de cada uno de los proyectos de inversión, lo que no solo permite cobrar más a los proyectos más arriesgados sino que también permite bonificar operaciones que ofrezcan mayores garantías. El ICO debe

[3] Sobre la importancia del tamaño de la empresa en la productividad, competitividad, internacionalización y condiciones de financiación de las empresas véase el trabajo de ANDRÉS y DOMÉNECH (2014), DOMÉNECH (2014) y las referencias allí incluidas.

mantener esta tendencia de concentración de sus fondos en los segmentos más vulnerables, asignando los recursos disponibles de la manera más efectiva posible.

● Además, en el corto plazo y dentro del programa de compra de activos titulizados que realizará el BCE, el ICO podría realizar la labor de garante de las emisiones *mezzanine* (riesgo medio) que finalmente sean adquiridas.

● En España, hay un gran número de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) que en su mayoría realizan su actividad en el ámbito regional. Su principal objetivo es facilitar el acceso a la financiación, concediendo avales ante las entidades de crédito a las pequeñas y medianas empresas. Su atomización puede ser una traba para un uso óptimo de los recursos financieros y de información. Para mejorar su funcionamiento en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial se cambia el régimen jurídico de las SGR. Así, se propone la activación del reaval de la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA) ante el primer incumplimiento de pago. Además, se someterá a todos los miembros de los consejos de administración a criterios de honorabilidad comercial y profesional conforme a los criterios del Banco de España. Además de la puesta en marcha de este anteproyecto de ley, posiblemente sería deseable un enfoque nacional que incremente la eficacia de las políticas de las SGR, no solo a nivel de recursos financieros, sino de calidad de la información recogida de las empresas, capacidad de análisis de los proyectos y costes de estructura.

● Durante 2014 se han sucedido dos modificaciones de la Ley Concursal que tienen como objetivo evitar que empresas viables terminen en concurso de acreedores, lo que frecuentemente conduce a su liquidación, debido a no poder hacer frente a su elevado endeudamiento. En el Real Decreto Ley (RDL) 4/2014 se facilitan los acuerdos en la fase pre-concursal (tanto los acuerdos individuales como los colectivos sin y con homologación judicial), eliminado los principales obstáculos existentes:

— Se incrementa la seguridad jurídica.

— Se eliminan algunas formalidades que impedían o aumentaban los costes de los acuerdos.

— Se amplía la gama de alternativas a la hora de una negociación (quita de deuda o canje de deuda por capital) y se facilita la extensión del acuerdo a los acreedores disidentes.

— Se amplía el privilegio concursal del dinero nuevo desde el 50 por 100 de lo aportado al 100 por 100.

— Se exceptúa la obligación de oferta pública de adquisición (OPA) cuando se trate de operaciones realizadas como consecuencia de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente y con informe favorable de experto independiente.

Adicionalmente, en septiembre del mismo año (RDL 11/2014) se ha modificado la norma para agilizar la negociación durante la fase concursal. Así, se facilita la extensión de los acuerdos a los acreedores disidentes y se eliminan obstáculos para la venta de las empresas o de las ramas de negocio libres de cargas. Todas estas modificaciones permitirán mejorar la financiación de empresas viables pero con problemas de liquidez, que necesitan una refinanciación de su deuda en condiciones razonables.

Actualmente, el sector público es el principal acreedor de un gran número de pequeñas y medianas empresas. Es importante que los acreedores públicos entren a formar parte de las negociaciones de reestructuración de deuda para asegurar la supervivencia de las mismas.

● Además, con el objetivo de disminuir al mínimo aquellas situaciones en las que las empresas vean reducida su financiación de manera sorpresiva, se realizan algunas propuestas de mejora de la financiación bancaria a las pequeñas y medianas empresas, que se incluyen en el nuevo texto del Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial del mes de julio de 2014:

— Preaviso por terminación o disminución de la financiación tres meses antes del vencimiento del contrato de crédito de mayor cuantía de los que compongan el flujo de financiación.

— Entrega de la «Información Financiera-Pyme» dentro de los diez días hábiles desde el siguiente al preaviso por terminación o disminución de la financiación. Este documento (que tendrá formato estandarizado según los criterios del Banco de España, además de contener la información sobre situación financiera e historial de pagos de la empresa) incluirá un informe sobre su calificación crediticia, basado en una metodología que elaborará el Banco de España.

Estas propuestas incrementan el conocimiento financiero de las empresas y otorgan un mayor nivel de transparencia a las decisiones tomadas por las entidades de crédito. Las decisiones en firme sobre lo propuesto en dicho Anteproyecto de Ley son fundamentales en el corto plazo para apoyar la mejora de las nuevas operaciones de crédito.

● Desde el punto de vista de la financiación no bancaria, en España ya existen el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). Ambos mercados son de reciente creación, tienen una actividad acotada y, en los últimos tiempos, los recientes casos no han favorecido su reputación. Incrementar el potencial financiador de ambos mercados es esencial para mejorar el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, así:

— En el MAB se debe facilitar el paso de las empresas que cotizan en este mercado a un mercado secundario oficial. En este sentido se incorpora una propuesta normativa en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial para hacer más fácil el paso, reduciendo algunos requisitos de información por un período transitorio de dos años.

— En ambos mercados se podrían rebajar los requisitos administrativos que deben cumplir los emisores sin mermar la calidad de la información ni el control de la misma por parte de las auditoras.

— El impulso de un enfoque europeo de ambos mercados mejorará el acceso a la financiación empresarial, y encaja dentro de la idea de *Capital Markets Union* defendida por Jean-Claude Juncker que defiende que se deben desarrollar e integrar los mercados de capitales y así se reducirán notablemente los costes de financiación para las pequeñas y medianas empresas y se incrementará el atractivo de Europa como lugar para invertir.

— Dar mayor apoyo técnico o incrementar y mejorar la información que tienen las empresas sobre este tipo de instrumentos alentará su desarrollo.

● El Banco Europeo de Inversiones (BEI) dentro de su Programa Estratégico 2014-2016 continúa con su objetivo de facilitar el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, y se espera mantener el nivel de financiación directa concedida durante los ejercicios de 2014 y 2015. También, y de acuerdo a las propuestas realizadas en junio de 2013, se está trabajando en el desarrollo de los instrumentos de *risk-sharing* entre la Comisión y el BEI. Estas iniciativas facilitan las nuevas emisiones, ayudan a obtener mejores calificaciones crediticias y acotan los costes de emisión. El desarrollo e implementación de estos instrumentos debe realizarse lo más aceleradamente posible, así ayudará a acotar el problema de la financiación a pequeñas y medianas empresas y apoyará la recuperación económica. Adicionalmente y al igual que el ICO, el BEI puede realizar la labor de garante de los tramos *mezzanine* de los activos titulizados que finalmente sean adquiridos dentro del programa de compra del BCE.

● El mercado de titulización ha sido una fuente importante de financiación de las entidades de crédito en los años de la expansión. Tras la crisis, con origen en un segmento del mercado de titulizaciones norteamericano, el tratamiento regulatorio de las titulizaciones se ha visto muy penalizado, lo que ha perjudicado sobre todo a Europa, a pesar de que sus titulizaciones han sido menos arriesgadas, más sencillas y más transparentes. Por este motivo se ha propuesto mejorar el tratamiento regulatorio de dichas titulizaciones, de manera que se mejore la labor intermediadora de las entidades de crédito y se facilite el acceso a la financiación de las empresas. Las instituciones europeas previsiblemente revisarán el marco regulatorio de estos instrumentos financieros para reactivar su funcionamiento, lo que

pasa por definir titulizaciones de alta calidad y acordar un trato preferente a las mismas.

— Definición de titulización de alta calidad. El foco debe ponerse en la calidad del activo subyacente (aquellos vinculados a financiación de la economía real). Su estructura debe ser simple (excluyendo de la misma las re-titulizaciones) y transparente, para recuperar la confianza de los inversores en este mercado. A este respecto, el BCE y el *Bank of England* (BoE) realizan una propuesta en un documento conjunto. Adicionalmente, la base de datos del Banco Central Europeo "*ABS Loan-level Initiative*" de 2010 será de gran utilidad para el análisis de las titulizaciones.

— Trato regulatorio preferente. A nivel global, la normativa de Basilea III de capital y de liquidez penaliza las titulizaciones. Es por esta razón por la que desde distintas instituciones se está proponiendo un mejor tratamiento de las titulizaciones. Por ejemplo, la EIOPA recomienda para las compañías de seguros unos menores requisitos de capital para las titulizaciones de mayor calidad frente a las de mayor riesgo. IOSCO y el Comité de Basilea están estudiando mejoras similares en el ámbito bancario.

En resumen, para mejorar la financiación de las empresas no hay una única vía sino un amplio conjunto de ellas, que engloban las medidas directas e indirectas, tanto en el ámbito nacional como internacional, así como los instrumentos más tradicionales o los más sofisticados. El Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, recopila numerosas iniciativas que deben ponerse en marcha cuanto antes, para que el mejor acceso a la financiación apoye de la mejor manera posible la recuperación económica.

5. Conclusiones

El crecimiento económico de España durante los primeros años de la década pasada estuvo acompañado por un fuerte aumento del crédito, como consecuencia de unas condiciones de financiación extremadamente laxas y de la infravaloración del riesgo. Esta ingente financiación empresarial se destinó de manera muy significativa hacia sectores con baja productividad y escasa actividad exportadora. El resultado fue un crecimiento económico elevado pero sobre unas bases débiles y caracterizadas por una dependencia excesiva del crédito, un reducido aumento de la productividad, un excesivo déficit de la balanza por cuenta corriente, y un endeudamiento interno y externo creciente sobre una senda claramente insostenible.

La crisis cambió drásticamente los patrones de comportamiento de las empresas españolas y redujo notablemente su financiación, tanto por factores de demanda como de oferta. Entre los factores por el lado de la demanda destacan la caída de la inversión y consumo privados, y las expectativas de un menor crecimiento económico, que redujeron las tasas internas de rentabilidad de los proyectos empresariales. Por el lado de la oferta sobresalen el aumento de la prima de riesgo de España; los problemas de liquidez de una parte significativa del sistema financiero español y de solvencia de algunas de sus entidades; la mayor aversión al riesgo; el endurecimiento de la regulación financiera; la incertidumbre sobre posibles cambios adicionales del marco regulatorio y los problemas de información asimétrica que han acompañado a la reestructuración del sistema bancario. Aunque la cuantificación de los efectos de todos estos factores no es sencilla, la evolución de los tipos de interés, flujos de crédito y encuestas de préstamos bancarios permite afirmar que los factores de demanda fueron mucho más importantes que los de oferta entre 2008 y 2010, y aproximadamente iguales (y más reducidos) a partir de 2011. Con la crisis también se ha observado un cambio en las fuentes de financiación de las empresas y unos efectos asimétricos en función del tamaño de las empresas: las de mayor tamaño han podido acudir a fuentes de financiación alternativas (mercados de capitales y financiación exterior), en tanto que las pymes, mucho más dependientes del crédito bancario, han tenido que recurrir a la autofinanciación, reforzando sus recursos propios.

A corto y medio plazo, la salida de la crisis requiere un proceso de desapalancamiento de los agentes y sectores más endeudados, lo que a su vez conduce a que durante algún tiempo las amortizaciones sean mayores que el flujo de nuevo crédito, y a que el PIB aumente más de lo que lo haga el *stock* de crédito. Sin embargo, este proceso no es incompatible con la provisión de nuevo crédito a actividades rentables, sobre las que descansará la recuperación económica. Es precisamente el flujo de nuevas operaciones de crédito el que está relacionado con la actividad económica y la creación de empleo.

La dualidad del sistema productivo, con una proporción elevada de empresas con capacidad para endeudarse, un sistema bancario que ha salido reforzado tras las sucesivas medidas de reestructuración y las políticas del BCE, permiten ser optimistas sobre la posibilidad de que la recuperación económica no se vea ahogada por dificultades insalvables de financiación. De hecho, los últimos datos disponibles muestran una tasa de crecimiento de dos dígitos en los flujos de nuevo crédito minorista.

De igual manera que es posible que continúe la recuperación de los flujos de crédito, los diferenciales de tipos de interés irán disminuyendo a medida que mejore la calidad de la demanda y se reduzca el riesgo de crédito del sistema. Si en los dos últimos años el aumento de la tasa de mora de las empresas españolas ha podido explicar, prácticamente por sí solo, el mantenimiento del tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito, a pesar de la caída de los *spreads* soberanos, la reducción de la tasa de mora, como consecuencia de la recuperación económica, también se reflejará en una reducción de los diferenciales de tipos de interés.

A pesar de los importantes avances que se han producido en la financiación bancaria de las empresas españolas durante los últimos trimestres, existe un amplio margen de maniobra para seguir mejorando y diversificando las fuentes de financiación empresarial. Además de potenciar y aumentar la eficacia de los instrumentos ya existentes, los mercados financieros desempeñan un papel crucial para facilitar el crecimiento de las pymes y generar el círculo virtuoso entre tamaño, acceso a la financiación, exportación y productividad.

Entre estas mejoras de los instrumentos de financiación empresarial destaca el aumento de la eficacia de las líneas del ICO y de los avales de las Sociedades de Garantía Recíproca, las modificaciones de la Ley Concursal, que permitirán una refinanciación de la deuda de empresas viables con problemas de liquidez, las propuestas de mejora de la financiación bancaria a las pymes que se incluyen en el Anteproyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, o la mejora del Mercado Alternativo Bursátil, del Mercado Alternativo de Renta Fija y del mercado de titulizaciones. En definitiva, una evaluación continua y el rediseño constante de todas aquellas medidas destinadas a mejorar los instrumentos de financiación de las empresas españolas y la evaluación del riesgo de las empresas, con la finalidad de evitar volver a cometer los errores del pasado.

En un horizonte de medio plazo cabe confiar en que las reformas en la regulación financiera adoptadas a raíz de esta crisis disminuyan el riesgo de ciclos del crédito y del precio de los activos, tan acusados como los que hemos observado en los últimos 15 años. En particular, las políticas macroprudenciales adoptadas en el ámbito europeo tienen por objetivo precisamente eliminar, o al menos atenuar sensiblemente, la acusada prociclicidad del sector financiero. Estas herramientas, junto con un entorno regulatorio más exigente y una supervisión reforzada en el contexto de la unión bancaria europea, permiten confiar en que no se repetirán fenómenos de burbujas de crédito concentradas en sectores vulnerables, como la que vivimos en España en los años de auge.

Referencias bibliográficas

[1] ABIAD, A; DELL'ARICCIA G. y Li B. (2011): «Creditless Recoveries». *IMF Working Paper Research Department*, 11/58. http://goo.gl/D2dfYc.

[2] ANDRÉS, J. y DOMÉNECH R. (2014): «Mercados de productos y dimensión e internacionalización de las empresas españolas». Mimeo. BBVA Research.

[3] AYUSO, J. (2013): «Un Análisis de la Situación del Crédito en España». *Boletín Económico*, octubre. Banco de España. http://goo.gl/O6QswJ.

[4] BANCO CENTRAL EUROPEO (2014): Statistical Data Warehouse. Monetary and Financial Statistics. Business Volumes. Loans. http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9484373.

[5] CALVO, G; IZQUIERDO, A. y TALVI, E. (2006): «Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets,» *American Economic Review Papers and Proceedings,* Vol. 96 (2), pp.405-10. http://goo.gl/z3kRxR.

[6] DOMÉNECH, R. (2013): «Comments on Assessing Policies to Revive Credit Markets» http://goo.gl/wMBEB1.

[7] DOMÉNECH, R. (2014): «Retos a largo plazo de la economía española: dimensión empresarial e internacionalización». XXXIII Cursos de Verano Universidad del País Vasco. http://goo.gl/C59qwT.

FERNÁNDEZ de LIS, S. (2014): «Internacionalización y financiación de las empresas españolas». Seminario Sino-Español sobre financiación de la internacionalización de la empresa española. http://goo.gl/xYszqe.

[8] FERNÁNDEZ de LIS, S. e IZQUIERDO, J.F. (2014): «El impacto de la Unión Bancaria sobre la evolución y el coste del crédito». Pendiente de publicación en monografía de la Fundación de Estudios Financieros (FEF).

[9] FMI (2013): Global Financial Stability Report. octubre. http://goo.gl/GdaXCu.

[10] MAUDÓS, J. y FERNÁNDEZ de GUEVARA, J. (2014): Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis. Fundación BBVA.

[11] MARTÍNEZ, J. (2014): «Impacto de los planes de Reestructuración sobre el Crédito a las Sociedades no Financieras». *Boletín Económico*, julio-agosto. Banco de España. http://goo.gl/UxzUtf.

[12] MARTÍNEZ, C.; MENÉNDEZ, A. y MULINO, M. (2014): «Un análisis desagregado de la evolución reciente del Crédito Empresarial». *Boletín Económico*, junio. Banco de España. http://goo.gl/nBbuXY.

[13] MARTÍNEZ, C. y MULINO, M. (2014): «La evolución del crédito bancario a las empresas españolas según su tamaño. Un análisis basado en la explotación conjunta de la información de la CIR y de la CBI». *Boletín Económico*, octubre. Banco de España. http://goo.gl/3fnafC .

[14] ROIBAS, I. (2014): «Securitization in Spain: Past Developments and Expected Future Trends». http://goo.gl/U9TBIQ.

ICE
INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

Boletín Económico de Información Comercial Española

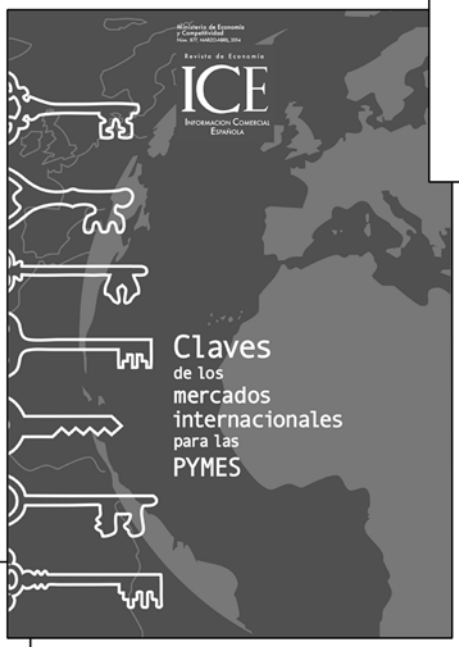
12 números anuales

Artículos y documentos sobre economía española, comunitaria e internacional, con especial énfasis en temas sectoriales y de comercio exterior

Información Comercial Española Revista de Economía

6 números anuales

Artículos originales sobre un amplio espectro de temas tratados desde una óptica económica, con especial referencia a sus aspectos internacionales



En

INTERNET

ICE

CUADERNOS ECONÓMICOS

Número 87 • Junio 2014

INMIGRACIÓN Y CRISIS ECONÓMICA EN ESPAÑA

Presentación
Raquel Carrasco

Immigration in Spain: what have we learned from recent evidence?
Sara de la Rica, Albrecht Glitz y Francesc Ortega

Inmigración en España: un análisis de las probabilidades de pérdida de empleo (2005-2013)
Eva Medina Moral

Immigrant Selection over the Business Cycle: the Spanish Boom and the Great Recession
Jesús Fernández-Huertas Moraga

¿Sufren las mujeres inmigrantes una doble penalización salarial? Evidencia para España
Hipólito Simón e Inés P. Murillo Huertas

Emprender en tiempos de crisis: la actividad emprendedora de los inmigrantes en España
Fernando Muñoz Bullón

Immigration and occupational status in economic crisis
Alfonso Arellano

Immigration and the Informal Labor Market
Lídia Farré y Mariano Bosch

Missing girls in Spain
Libertad González

La emigración de españoles durante la Gran Recesión (2008-2013)
Mario Izquierdo, Juan F. Jimeno y Aitor Lacuesta

Cuadernos Económicos de ICE

2 números anuales

Artículos de economía teórica y aplicada y métodos cuantitativos, que contribuyen a la difusión y desarrollo de la investigación económica

www.revistasice.com
Librería virtual, suscripción y venta:
www.mineco.gob.es
Pº de la Castellana, 162
28046 Madrid.
Telf. 91 583.55.07
Correo electrónico:
DistribucionPublicaciones@mineco.es

Jaime Carvajal Hoyos*
Ignacio de la Torre Muñoz de Morales**

LA FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA POR EL MERCADO DE CAPITALES

El sistema empresarial español destaca por su escasa utilización de los mercados de capitales, empleando fundamentalmente financiación bancaria. La crisis de crédito ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de las economías que tradicionalmente se han financiado por bancos, frente a aquellas que han sabido diversificar sus fuentes de financiación. Este estudio realiza un análisis de la estructura de la financiación corporativa española, y ofrece una explicación del papel en la misma del mercado de capitales, señalando las ventajas que supondría para la economía española un mayor empleo del mercado de capitales como fuente de financiación de la empresa española, especialmente la empresa pequeña y mediana.

Palabras clave: *fuentes de financiación, instituciones financieras, mercado de capitales, pymes, desarrollo económico.*
Clasificación JEL: *D53, G32.*

1. Entorno macro: porqué la financiación por mercado de capitales es clave para el crecimiento económico

La crisis de crédito ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de las economías que tradicionalmente se han financiado por bancos, en contraste con aquellas que han sabido diversificar sus fuentes de financiación. Este hecho ilustra una parte de los desafíos que afronta la economía de la zona euro, y especialmente la española, cuando la comparamos con economías como la de EE UU o la del Reino Unido. Si bien estos últimos dos países han sido capaces de recuperar su nivel de producción anterior a la crisis, a la fecha de este artículo la mayoría de las economías de la zona euro, y especialmente la de España, están todavía a un largo camino. Las empresas de EE UU y el Reino Unido se financian en su mayor parte en los mercados de capitales, en tanto que las empresas de la Europa continental, y

* Grupo Arcano.
** IE Business School.

sobre todo de España, se financian principalmente a través de bancos. Ante un escenario de deflación de activos, crisis económica y crisis bancaria (fenómenos concatenados y bien predichos por Hyman Minsky (Minsky, 1992)), la enorme contracción crediticia resultante provoca que muchas empresas solventes resulten ilíquidas, y la iliquidez conlleve la insolvencia, lo que agrava el impacto en el PIB y en el empleo.

Exponemos en este apartado los motivos por los que resulta estratégicamente atractivo para un país diversificar fuentes de financiación bancarias hacia fuentes de financiación por el mercado de capitales:

— Primero: la diversificación de las fuentes de financiación reduce el riesgo de una contracción económica asociada a una crisis bancaria, ya que las empresas con fuentes de financiación diversificadas procederán a emitir más bonos en el caso de que la banca esté contrayendo el crédito.

— Segundo: la garantía implícita que el soberano, a través del contribuyente, extiende sobre los pasivos bancarios, no existe en el caso de los bonos, luego una diversificación de fuentes de financiación contribuye a reducir los pasivos contingentes del contribuyente y por lo tanto del soberano.

— Tercero: como consecuencia de la implementación de Basilea III, la duración de los préstamos bancarios se ha acortado drásticamente, hasta alcanzar duraciones medias inferiores a cuatro años. Por su parte, la duración media de los bonos se sitúa en siete años. Una empresa tendrá propensión a invertir si puede equilibrar la duración de los activos invertibles (como una fábrica) con la duración de los pasivos. La reducción de los pasivos bancarios es una causa directa de la contracción de las inversiones como tanto por cien de PIB en la economía europea y española. La irrupción del mercado de capitales puede atenuar esta tendencia y fomentar las inversiones y, por lo tanto, el empleo (G30, 2013).

— Cuarto: el crecimiento del PIB no viene dado por el stock de crédito, sino por el flujo de nuevo crédito. La apertura de la financiación del mercado de capitales permite poner en circulación enormes masas de dinero proveniente de fondos de inversión, de aseguradoras y de fondos de pensiones, provocando el efecto de que el nuevo crédito otorgado (bancario y vía mercados) entre en tasas positivas (aunque el stock continúe cayendo como consecuencia de la amortización de los créditos bancarios históricos). Dicha reversión en el flujo del nuevo crédito ayuda a acortar la duración de una recesión económica y bancaria, y acelera el crecimiento una vez que el PIB entra en fase expansiva.

— Quinto: Basilea III no solo ha supuesto una reducción de la duración de los pasivos bancarios, sino que ha endurecido el consumo de capital achacable a un préstamo al sector privado, en especial a la pyme. Esto ha supuesto una enorme contracción crediticia en el segmento más clave para la creación de empleo. La apertura del mercado de capitales permite aliviar la tensión generada por Basilea III y contribuir a acelerar la creación de empleo.

— Sexto: en un escenario de contracción crediticia provocado por una crisis bancaria como la vivida en España desde 2007 tras el estallido de la burbuja inmobiliaria, un sistema bancario con enormes desequilibrios en su estructura de liquidez (relación entre préstamos y depósitos superior a 1,5 veces) procede a reducir su cartera crediticia de una forma a veces descontrolada para equilibrar su ratio de liquidez. Cuando dicho proceso lo llevan a cabo la mayoría de entidades bancarias al mismo tiempo, puede provocar que compañías solventes, no afectadas por el estallido de la burbuja inmobiliaria, vean de súbito cortadas sus líneas de financiación, lo que puede provocar que la iliquidez conlleve la insolvencia, lo que a su vez incrementa la morosidad. Si las empresas tienen acceso al mercado de capitales se podría contener la morosidad empresarial de las empresas más sanas, lo que aliviaría el impacto en fondos propios de la banca.

Estos puntos abren la reflexión estratégica de una empresa sobre la conveniencia de diversificar las fuentes de financiación. Como queda evidente en

estas líneas, creemos que también debería ser objetivo del *policy maker* dadas las externalidades positivas que genera en una economía.

Financiación por mercado de capitales: en qué consiste y qué instrumentos son los más representativos

En este artículo vamos a exponer cómo los mercados de capitales pueden contribuir positivamente a financiar una economía, especialmente a su segmento empresarial. Se denomina financiación por mercado de capitales toda aquella que tiene como objeto instrumento del crédito un título valor cotizado en mercado, en contraposición a un crédito instrumentado en un préstamo no cotizado. En ocasiones la financiación por mercado de capitales puede ser pareja a la financiación bancaria, ya que los títulos valores pueden ser comprados por la banca como agente inversor, esta fórmula es muy empleada en EE UU, especialmente en su sistema hipotecario (Gozzi *et al*, 2009). A la inversa, puede ocurrir que inversores tradicionales de mercado de capitales, como fondos de inversión o aseguradoras, participen financiando a compañías a través de un préstamo no bancario, fenómeno conocido como préstamo directo o *direct lending*. La financiación por mercados también puede producirse a través de fondos propios (bolsa si es una empresa cotizada que amplía capital mediante la emisión de nuevas acciones, o capital riesgo si no lo es), así como por instrumentos híbridos (que presentan características mixtas entre fondos ajenos y propios, aunque su comportamiento se acerca más a los fondos propios, por lo que los incluimos en dicha sección). No obstante los instrumentos de deuda son, con diferencia, los más relevantes por dimensión en lo que a flujo de nuevo crédito respecta (McKinsey Global Institute, 2011).

En este apartado exponemos cuáles son los principales instrumentos de financiación empresarial en el mercado de capitales.

Instrumentos de deuda

- Bonos corporativos. Un bono corporativo es un préstamo instrumentado a través de un título valor denominado bono, que cotiza en un mercado y que paga un cupón determinado. Los bonos pueden pagar un cupón fijo o variable, y en general suelen hacer frente al pago del principal en su vencimiento (los bonos que amortizan su principal son muy escasos, y se llaman «amortizables»). Los bonos pueden estar garantizados por un activo concreto o no. Si lo están se llaman *secured*. A su vez, los bonos empresariales se distinguen en dos grandes categorías, aquellos que poseen una calificación crediticia llamada de «grado de inversión» (hasta BBB-) y aquellos que se denominan de «alto rendimiento», o *high yield* en inglés, a partir de BB+. Generalmente estos últimos suelen ser BB o B, y en muy raras ocasiones CCC (Jerring y Chatusripitak, 2000).
- Bonos de proyecto. Son bonos emitidos para financiar una infraestructura existente (que se llamaría *brownfield*) o bien nueva (*greenfield*), de forma que los flujos de caja que generen dicha infraestructura sirvan a los intereses y al principal del bono (Allen *et al.*, 2012). En el caso de que la infraestructura quiebre o no pueda hacer frente al pago de su deuda, no cabe recurso contra la entidad que ha construido u opera dicha infraestructura. Es el equivalente en mercados al *Project finance*.
- Titulizaciones y cédulas. Una titulización es el resultado de ceder a una entidad *(special purpose vehicle)* las rentas provenientes de un activo, y financiar dicha entidad con la emisión de una serie de bonos que tienen derecho a dichos flujos. Los bonos pueden ser todos de una misma clase (*unitranche*) o bien de diferentes clases (*multitranche*). Las titulizaciones han sido muy importantes para financiar todo tipo de activo, incluyendo alquileres de coches, hipotecas o préstamos de estudiantes. Una cédula (*covered bond*) es un bono emitido por una entidad bancaria y respaldado por un activo. En España se han empleado para emitir bonos

respaldados por hipotecas, de forma que el adquiriente de dicho título disfruta de dos garantías, el activo que subyace al bono, y en caso de impago, el recurso contra la entidad bancaria que tiene que honrar su pago (de hecho nunca ha habido un impago de una cédula española). En una titulización solo hay un único recurso sobre el activo subyacente, no contra el cedente, de ahí que en el caso de una cédula el pasivo figure en el balance de un banco (Greenwood y Smith, 1997), y en el caso de una titulización generalmente no.

● Deuda privada. Cuando un agente del mercado de capitales, como un fondo de inversión, un fondo de inversión libre (*hedge fund*) o una aseguradora, otorga un préstamo (en formato no título valor) a una empresa, se denomina *direct lending*. En España este fenómeno se ha desarrollado desde 2012 con importantes operaciones, y en la actualidad se han constituido varios fondos de «deuda privada» para poder realizar préstamos directos. Dichos préstamos pueden situarse en niveles muy diversos de la estructura del pasivo de una empresa (los más seguros se denominan *senior,* los intermedios *mezzanine*, los *junior* se denominan subordinados) (Denis y Mihov, 2003). Si el préstamo contiene elementos híbridos, dada la difícil situación de la empresa prestataria (posible conversión de una parte del préstamo en capital), entonces el préstamo directo se denomina *rescue finance*.

Instrumentos de financiación por mercados de fondos propios

● Bolsa. Las empresas pueden obtener financiación de recursos propios a través de la bolsa, bien a través una salida a bolsa realizada mediante acciones nuevas, o bien mediante una ampliación de capital por parte de una compañía ya cotizada. Las empresas cotizadas pueden emitir bonos convertibles en acciones, instrumentos que combinan características de renta fija con los de renta variable (Gozzi *et al*., 2012). También pueden emitir bonos convertibles en acciones de una compañía distinta de la que la entidad emisora posee acciones. En este caso se denomina un bono *exchangeable*.

● Capital riesgo. En castellano se traduce como capital riesgo dos fenómenos distintos que presentan terminología diferenciada en inglés. Así, *private equity* es la financiación de empresas de dimensión mediana, con flujos de caja estables, con una combinación de fondos propios (que aporta la entidad de *private equity* o *sponsor*) y una dimensión de deuda en función del riesgo de la compañía financiada. El *private equity* suele actuar tomando la mayoría en las empresas, aunque en ocasiones invierte en minorías. A su vez, el *venture capital* representa sobre todo la financiación de compañías en un estado de vida más inicial (*early stage*), generalmente adscritas a sectores de conocimiento (tecnología, biotecnología), y en el que solo se emplea elementos de fondos propios (en contadas ocasiones se emplea deuda convertible, en cuyo caso se llama *venture debt*), muchas veces en minoría (Berger y Udell, 1998).

Relevancia de los mercados de capitales para la financiación de la empresa mediana

El desarrollo de los mercados de capitales como mecanismo de financiación para la empresa mediana española, es una de las asignaturas pendientes en nuestro país. Sin embargo estamos ante una gran oportunidad para que se desarrollen, debido, precisamente, a la profunda crisis financiera que hemos pasado estos años y a la necesidad que tienen las empresas de recuperar capacidad de financiación ajena en el contexto de la incipiente recuperación económica.

¿De dónde partimos? ¿Cuál es el marco actual de la financiación empresarial en España en relación a países de nuestro entorno? En abril del año 2013, durante la reunión anual de Apollo, del fondo de capital riesgo norteamericano, hubo una intervención de Larry Summers (ex Secretario del Tesoro de EE UU) en la que, entre otras cosas, dijo que tenía mucha más confianza en la capacidad de EE UU para salir de la

crisis y generar crecimiento que en la de Europa, entre otras razones (había varias) por el dinamismo y flexibilidad de su sistema financiero.

Los datos son desde luego implacables. En dos economías de tamaño similar (16 billones de dólares EE UU, por 18 billones de dólares zona euro)[1] hay dos sistemas financieros completamente diferentes: si en EE UU los activos de los bancos ascienden a 13 billones de dólares[2], en la zona euro el tamaño de los activos bancarios es de 59 billones de dólares[3], es decir, cuatro veces más (si bien es verdad que una parte de los activos de los bancos europeos está destinada a inversión en países fuera de la zona euro). En sentido opuesto, el tamaño de los mercados de capitales en EE UU es de 15 billones de dólares mientras que en la zona euro son de cuatro billones de dólares[4]. Es decir, en EE UU el tamaño de los bancos es similar al tamaño total del mercado de capitales mientras que en la zona euro el tamaño de los bancos es casi 15 veces mayor que el tamaño de los mercados de capitales. Por tanto, el sistema financiero americano (y, por tanto, la economía americana) tiene dos «flotadores» a los que recurrir ante una crisis financiera, mientras que la zona euro depende de manera casi exclusiva de la salud de sus bancos. Esta menor dependencia de la banca hace que la economía de EE UU absorba mucho mejor los *shocks* derivados de problemas de liquidez o solvencia de los bancos, porque puede apoyarse en inversores institucionales que están mucho menos apalancados que los bancos (fondos de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión, grandes patrimonios) para proveer de liquidez a las empresas mediante la emisión de bonos o pagarés.

Mirando ahora directamente al balance financiero de nuestras empresas, la diferencia es todavía más impresionante, sobre todo si nos fijamos en España. Según un estudio de McKinsey & Company con datos de diciembre de 2011[5] el pasivo financiero de las empresas no financieras de España que facturaban más de 500.000.000 de dólares era en un 7 por 100 bonos o pagarés y en un 93 por 100 préstamos bancarios mientras que en EE UU esa ratio era más que la inversa: 99 por 100 es mercado de capitales y solo 1 por 100 son préstamos bancarios. Y España compara mal con cualquier otro país de Europa. En Francia, las grandes empresas tienen un 64 por 100 de su pasivo financiero en bonos, en Italia la cifra es un 32 por 100. Aunque en los últimos años se haya podido revertir en cierta medida esta situación, todavía queda mucho camino por recorrer.

¿Por qué tenemos esta dependencia tan grande? Se podría decir que hemos tenido un sistema bancario «demasiado competitivo», si se nos permite la expresión. La capacidad que ha tenido la banca de financiarse a tipos muy bajos y la intensísima competencia en el mercado (con las cajas como protagonistas) provocó que la banca concediera préstamos a las empresas españolas (grandes y pequeñas) a tipos y márgenes muy bajos, haciendo imposible que los mercados de capital fueran atractivos para las empresas.

Por suerte, esto ha cambiado y de manera radical, como resultado de la crisis financiera y específicamente de la crisis que han sufrido los bancos y sobre todo las cajas de ahorro. El sistema financiero español está pasando por dos procesos intensos y de calado a la vez. Por un lado, el sistema en su conjunto está inmerso en un proceso de desapalancamiento muy serio, fruto tanto de la necesidad de purgar los excesos de los años 2002-2008 como de un entorno regulatorio más restrictivo (Basilea III).

Pero a la vez hemos vivido un proceso de consolidación de la industria bancaria sin precedentes por la velocidad y la intensidad (las poco más de una docena de entidades financieras relevantes hasta hace cinco

[1] Fuente de ambos datos: Banco Mundial, 2013
[2] Fuente: Reserva Federal de EE UU
[3] Banco Central Europeo, 2013
[4] Fuente de ambas cifras: Industria de Valores y Asociación de Mercados Financieros

[5] «Mapping Global Capital Markets – 2011» McKinsey Global Institute

años eran cerca de 50 instituciones diferentes). Era impensable hace solo tres años que en 2014 las cajas de ahorros prácticamente ya no existan. Todo ello hace que el crédito bancario sea más escaso y más caro. Es verdad que hoy los bancos tienen un nivel de liquidez elevado y que están en niveles de capital razonables, aunque su capacidad para otorgar créditos de largo plazo sigue siendo constreñida. Pero estamos convencidos de que las necesidades de financiación para proyectos y empresas solventes serán mayores cuanto más avanzados estemos en el proceso de crecimiento de la economía, que ya se está iniciando y de que las limitaciones regulatorias no van a relajarse en absoluto en los próximos años. Por tanto, parece más que probable que la oferta de crédito de los bancos no será capaz de satisfacer la probable demanda de crédito, un desequilibrio que será más severo en financiación de largo plazo, y que por lo tanto es esencial que las empresas (sobre todo grandes y medianas) encuentren vías de financiación que no dependan del balance de los bancos como hasta ahora.

Los mercados de capitales dedicados a empresas, tanto para el caso del crédito como de la financiación vía fondos propios, han estado en sus orígenes siempre más enfocados a las grandes corporaciones que a las medianas o, por supuesto, las pequeñas empresas. Las principales razones para que esto sea así tienen que ver con tres factores fundamentales relacionados con restricciones de los inversores:

— *Liquidez:* la liquidez de una emisión es uno de los factores clave para la inversión de muchos de los inversores, tanto institucionales como privados. Si bien la liquidez es importante para inversores tanto en renta variable como en renta fija como ahora veremos, es singularmente relevante en los mercados de renta variable, ya que la única manera de recuperar el capital invertido es vender las acciones en el mercado secundario (excepción hecha de ventas realizadas en el marco de una Oferta Pública de Adquisición). En el caso español, la liquidez diaria es una condición necesaria para muchos de los inversores institucionales (sociedades y fondos de inversión, fondos de pensiones) pués el regulador les exige una valoración diaria de sus activos para obtener un valor liquidativo diario del fondo o sociedad de inversión. La liquidez es menos importante en el caso de las compañías de seguros o de los inversores privados pero aun así es un factor clave en la toma de decisión de un inversor. La liquidez es directamente proporcional al tamaño de una emisión de bonos o al *free float* de una sociedad cotizada por lo que los inversores antes mencionados tendrán reticencias estructurales para la compra de bonos o acciones emitidas por compañías medianas o por supuesto pequeñas, que por definición tendrán un menor tamaño que las emisiones de empresas grandes.

— *Transparencia:* junto con la liquidez, los inversores necesitan un alto grado de transparencia a la hora de tomar una decisión de inversión. Al igual que en el caso de la liquidez, hay incluso obligaciones regulatorias en el marco de la transparencia, como por ejemplo exigencias de auditorías o de *ratings* en los bonos o de comunicación al regulador de hechos relevantes. Las empresas medianas son en su gran mayoría empresas propiedad de una familia o de un grupo de socios particulares y generalmente no están acostumbradas a elaborar una información recurrente de alta calidad para sus inversores o incluso para sus acreedores financieros (generalmente bancos con los que la relación permite una comunicación mucho más informal y desestructurada que sería necesaria para comunicarse con un mercado abierto). De hecho, la tendencia natural de los gestores y propietarios de estas empresas es evitar al máximo dar información a terceros de sus resultados, ante el temor de que la información pueda ser accesible a clientes, proveedores, accionistas minoritarios o competidores. Esta natural falta de transparencia, junto con deficiencias en el gobierno corporativo de estas empresas (tanto en la gestión operativa como en el Consejo de Administración), es algo que los inversores rechazan para invertir en una empresa y es otro de los factores limitantes a la hora de que las empresas medianas accedan a los mercados de capitales.

— *Costes regulatorios:* estas exigencias de liquidez y transparencia tienen como consecuencia, por el lado de los emisores, unos costes relevantes de gestión para cubrir las necesidades de los reguladores que rigen las emisiones en los mercados bursátiles o en los mercados de renta fija, incluyendo la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP). Los costes que los mercados de capitales tradicionales suponen para las empresas pueden ser poco relevantes para las grandes empresas, pero mucho más importantes en términos relativos para las empresas medianas ya que la reducción de dichos costes no es en absoluto proporcional al tamaño de la empresa. Este es uno de los factores que ha hecho que muchas compañías medianas no hayan accedido en el pasado a los mercados de capitales.

Por tanto, es esencial entender estas dinámicas para permitir que las empresas medianas puedan plantearse acudir a los mercados de capitales, bien sean bursátiles o de bonos. Como veremos en el siguiente apartado, esta ha sido la motivación principal para la creación en los últimos años en España (siguiendo algún modelo ya implantado en otros mercados europeos y norteamericanos) de mercados alternativos, tanto de renta variable (el Mercado Alternativo Bursátil, o MAB) como de renta fija (el Mercado Alternativo de Renta Fija, o MARF), en este último los autores hemos participado en su diseño y puesta en marcha.

2. Entorno micro: la irrupción de los mercados de capitales en la financiación española

Hasta bien entrada la crisis eran una excepción las empresas españolas que habían decidido acudir a los mercados bursátiles o a los mercados de renta fija para financiarse. La preponderancia de los bancos y las cajas de ahorros en su financiación era tremendamente elevada, tanto en la financiación ajena como incluso en la propia, debido a que las cajas habían tomado un elevado número de participaciones accionariales en empresas españolas medianas y grandes. Es increíble pensar que hasta enero de 2013 una empresa del tamaño, solvencia y necesidades de financiación como Ferrovial no había emitido bonos corporativos. Pero ni siquiera los mercados bursátiles, donde hay más tradición, suponían un porcentaje relevante del PIB comparado con los países de nuestro entorno (Cuadro 1).

CUADRO 1

CAPITALIZACIÓN BURSATIL, 2012 (Total % PIB)

País	
Alemania	70
España	75
Estados Unidos	115
Francia	45
Italia	24
Japón	62
Reino Unido	123

FUENTE: Banco Mundial, 2012.

Como antes hemos mencionado, si bien la situación de nuestros mercados de capitales no es muy distinta, en términos absolutos, de donde estábamos antes de la crisis bancaria, no cabe duda que las cosas están cambiando. Desde el punto de vista de las grandes empresas, es necesario resaltar el elevado número de emisiones nuevas que se han producido en los últimos dos años, en los que han emitido bonos por primera vez 22 empresas españolas, incluyendo 15 nuevos emisores en mercados de *high yield* o no tradicionales (Cuadro 2). Hay que recordar que a finales de 2012 había tan solo 13 empresas no bancarias con bonos cotizando en el mercado.

Si bien estas cifras en términos absolutos son todavía relativamente menores, evidentemente no lo son, en términos relativos, a lo que había en el mercado hasta

CUADRO 2

EJEMPLOS DE EMISIONES DE COMPAÑÍAS ESPAÑOLAS EN LOS ÚLTIMOS DOCE MESES

Emisor	Cupón (%)	Plazo (años)	Divisa	Fecha de emisión	Importe (millones de euros)	*Rating*
NH Hoteles	6,87	6	Euros	08-11-13	250,0	B
Empark	6,75	6	Euros	18-12-13	235,0	BB-
Port Aventura	7,25	7	Euros	19-12-13	270,0	B-
Port Aventura	Eurb+562 pb	6	Euros	19-12-13	150,0	B-
Copasa	7,50	5	Euros	19-12-13	50,0	BB
Grifols	5,25	8	Dólares	05-03-14	1.000,0	B+
Grupo Antolín	4,75	5	Euros	11-03-14	400,0	Ba3
Almirall	4,62	7	Euros	11-03-14	325,0	BB-
Isolux	6,20	7	Euros	13-03-14	600,0	B
Enagás	2,50	8	Euros	27-03-14	750,0	BBB+
Aldesa	7,25	7	Euros	27-03-14	250,0	B
Tecnocom	6,50	5	Euros	31-03-14	35,0	BB+
Redexis Gas	2,75	7	Euros	01-04-14	650,0	BBB-
Elecnor (pagarés)	2,50	1	Euros	01-04-14	100,0	nr*
Tubacex (pagarés)	2,50	1	Euros	25-05-14	29,9	nr*
Europac (pagarés)	2,15	1	Euros	17-06-14	50,0	nr*
Ortiz Cons.	7,00	5	Euros	17-06-14	50,0	BB
DIA	1,50	5	Euros	22-0714	50,0	BBB-
EYSA	6,87	7	Euros	23-07-14	75,0	BB+
Acerinox	5,00	5	Euros	25-07-14	50,0	nr
Audax Energía	5,75	5	Euros	29-07-14	21,0	BB+

NOTA: *Axesor Rating ha calificado esta emisión con un informe de solvencia positivo.
FUENTE: Bloomberg, Facset. Agosto 2014.

entonces ni tampoco en términos marginales del crecimiento del crédito bancario (que de hecho ha sido negativo en 2012 y 2013), lo que nos parece una gran noticia.

Parece claro que esta tendencia está aquí para quedarse. Por un lado, por la creciente demanda de los inversores que buscan obtener rentabilidades atractivas en sus inversiones, dado el bajísimo entorno de tipos de interés en el que nos encontramos. En este sentido, el fenómeno del crecimiento de demanda de los inversores en los mercados de renta fija es igualmente relevante en el conjunto de Europa e incluso en EE UU. Este incremento de demanda hace que las emisiones se lleven a cabo en condiciones muy favorables para los emisores. A la mejora sustancial de las condiciones de los mercados de crédito para los emisores, se le une en el caso español la reducción de las opciones de financiación de las empresas, al tener menos bancos a los que acudir y con un apetito de riesgo cuando menos incierto todavía hoy. Por tanto, nuestra predicción es que los mercados de capitales internacionales se convertirán en una fuente de financiación estable para empresas grandes e incluso medianas (en este caso generalmente a través de emisiones en los mercados de *high yield*).

Si bien esta tendencia parece clara para las empresas grandes, no es tan fácil que se produzca en el

caso de las empresas medianas por las razones que se han comentado en el apartado anterior. Pero es además imperativo que eso cambie, dada la importancia que tiene para nuestra economía conseguir fortalecer nuestras empresas medianas que hoy tienen un peso en nuestra economía mucho menor que en países como Alemania (nosotros tenemos demasiadas empresas pequeñas)[6]. Y son las empresas medianas las que tienen, por un lado, la capacidad de inversión para ser capaces de innovar y competir en los mercados internacionales y, por otro, la flexibilidad para adaptarse mejor que las grandes a cambios en sus mercados.

Es en ese contexto en el que el Gobierno ha lanzado varias iniciativas para apoyar la financiación de las empresas medianas. La primera de estas iniciativas, la creación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), surgió para dar respuesta a la necesidad de simplificar los requisitos regulatorios, tanto en el momento de la salida a bolsa como durante toda la vida bursátil de la empresa. El MAB nació en un momento complicadísimo de los mercados (2008) y, si bien ha habido un número razonable de empresas que han salido a cotizar en estos años tan complicados (un total de 24 empresas), es necesario dar un nuevo empujón a este mercado para evitar que empresas medianas de alta calidad no puedan usarlo como mecanismo de captación de financiación permanente.

Las dos iniciativas más recientes de financiación no bancaria, con las que los autores de este artículo hemos estado directamente involucrados, han sido el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y el lanzamiento del programa Fond-ICO Global, dedicado a invertir en fondos de capital riesgo que a su vez inviertan en empresas españolas. Si bien esta última está teniendo un importante éxito en su primer año de vida con más de 445.000.000 de euros ya comprometidos en fondos de capital riesgo y fondos de deuda, nos centraremos en el MARF dada la especial relevancia que esperamos pueda tener en el acceso a los mercados de capitales de las empresas medianas españolas.

Los objetivos que se perseguían con la creación del MARF fueron de dos tipos: por un lado, dar satisfacción a las necesidades de liquidez y transparencia que exigían los inversores institucionales (y en menor medida los inversores privados) a los que antes hemos hecho mención. Por otro lado, y casi de manera opuesta a lo anterior, asegurar que la complejidad y los costes de la emisión y del mantenimiento de la emisión fueran razonables. Para conseguir que esto fuera así, hubo necesidad de realizar cambios legislativos (incluyendo la eliminación de la prohibición a empresas no cotizadas para emitir deuda más allá del importe del capital social), pero también realizar varias sesiones de trabajo con los reguladores (CNMV, DGSFP y también Banco de España), así como sesiones de trabajo con inversores de diferentes tipos, incluyendo las asociaciones de inversores tales como INVERCO o UNESPA.

El resultado ha sido que en los primeros diez meses de vida del mercado se han producido ocho emisiones por un importe de 341.000.000 de euros, con una evolución hasta ahora favorable en el mercado secundario de todas las emisiones.

Resumiendo, hay que afirmar sin duda alguna que los mercados de capitales son una realidad creciente en nuestro sistema financiero, y nuestra predicción es que el crecimiento de la financiación no bancaria va a ser muy relevante en los próximos años: estimamos que entre 2014 y 2020 la financiación no bancaria crecerá a ritmos cercanos al 20 por 100 anual, alcanzando al final de ese período un volumen próximo al 20 por 100 del PIB nominal de entonces, con una cuota del mercado de financiación corporativa de cerca del 30 por 100 (hoy es el 11 por 100).

Este incremento se deberá sobre todo al continuo crecimiento de los mercados de renta fija en sus diferentes formas (incluyendo titulizaciones, por ejemplo), y será clave que el Gobierno mantenga su política, hasta ahora intachable, de asegurar que existan los

[6] Fuente: Comisión Europea. 2012

incentivos y se eliminen las trabas para hacerlo atractivo tanto para inversores como emisores. Debemos tomar ejemplo de lo que ocurrió en EE UU en los años setenta, durante los cuales, en plena crisis del petróleo, se crearon los mecanismos para que se desarrollaran con un éxito espectacular el mercado de *High Yield*, que es hoy una pieza absolutamente esencial como alternativa de financiación de las empresas medianas norteamericanas.

3. Conclusiones: desafíos para el desarrollo de los mercados de capitales como instrumento de financiación corporativa

En este artículo hemos expuesto cómo los mercados de capitales pueden contribuir positivamente a mitigar recesiones y a acelerar expansiones económicas. Aunque en los últimos dos años se han realizado importantes reformas en España y en la zona euro para facilitar la irrupción de los mercados de capitales, existen aún importantes puntos pendientes a desarrollar:

— Primero: las aseguradoras de vida y los fondos de pensiones están llamados, por la naturaleza de sus pasivos (que son de larga duración), a ser los grandes protagonistas en la financiación de largo plazo vía mercado de capitales, clave para reactivar las inversiones y el empleo. Sin embargo, aún existen numerosos escollos legislativos y regulatorios que provocan que una masa ingente de dicho ahorro se siga canalizando hacia bonos gubernamentales (a pesar de presentar el nivel de precio más alto de la historia) y hacia bonos de empresas españolas y extranjeras, que paradójicamente sí que disfrutan de enormes facilidades en financiación. La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) y la Comisión Nacional de Mercados de Valores (CNMV) deben colaborar con la industria aseguradora y de pensiones en reducir las trabas impuestas para facilitar dicha financiación vía mercados, y ampliar los efectivos disponibles para invertir en bonos corporativos de empresas españolas de alto rendimiento.

— Segundo: en la práctica será difícil observar compañías con niveles de EBITDA inferiores a 15.000.000 de euros financiarse a través de bonos, ya que los costes de emisión y la liquidez mínima de la emisión pedida por los inversores imposibilitan emisiones más pequeñas. Por lo tanto, la única forma de que la financiación llegue a las empresas pequeñas, es a través de la reapertura de los mercados de titulizaciones y a través de la creación de cédulas con subyacentes préstamos de pymes.

— Tercero: el Estado debería fomentar la concentración de empresas pequeñas en empresas medianas, ya que la dimensión de una firma está íntimamente relacionada con su capacidad para financiarse y con el precio de dicha financiación.

— Cuarto: al igual que en EE UU, la banca puede convertirse en un relevante financiador de empresas vía el mercado de capitales. La gran virtud consiste en que una financiación bancaria a través de un bono está asociada a mucha mayor transparencia y trazabilidad que a través de un préstamo. Para fomentar dichas inversiones habría que terminar con el absurdo arbitraje regulatorio existente hoy, por el cual un préstamo a una empresa mediana computa al 75 por 100 en valor ponderado por riesgo, y un préstamo en formato bono a la misma empresa, computa al 125 por 100 .

— Quinto: el desarrollo de los bonos de proyecto puede ayudar a reemplazar el mercado de *Project finance*, que está en franco declive desde la implementación de Basilea III. El declive del *Project finance* está asociado a la fuerte reducción de las inversiones en infraestructuras, claves para el crecimiento económico de medio plazo. La aceleración de los bonos de proyecto puede revertir esta tendencia.

— Sexto: el legislador debería actuar en coherencia cuando define el papel en la financiación vía mercado de capitales. Así, se puede ir a un modelo en el que los particulares pueden participar en las ofertas (como el alemán), pero dicho modelo es muy vulnerable a abusos, o bien a un modelo en el que el protagonismo reside en el inversor institucional, como el que en nuestra opinión acertadamente, se ha implantado en España.

Con todo, la liquidez en el mercado secundario de un título valor depende de la participación del minorista. Por lo tanto, si el legislador opta por no permitir al minorista participar en dichas emisiones (correcto a nuestro juicio), no puede exigir al institucional niveles de liquidez en el mercado secundario imposibles de conseguir. Dicha incoherencia produce que una parte del escaso ahorro financiero español esté yéndose fuera de España hacia emisiones líquidas participadas por minoristas extranjeros de precios muy elevados.

— Séptimo: para fomentar la financiación de recursos propios a través de la bolsa es importante reanudar la discusión sobre la liquidez. Si las autoridades bursátiles fuerzan a los fondos a estar invertidos en compañías muy líquidas, necesariamente el ahorro se canalizará hacia compañías muy grandes (que gracias a su dimensión disfrutan de gran liquidez). Por otro lado, si los fondos de inversión tienen pasivos diarios (obligación de dar salida a un partícipe con valoración diario) difícilmente los fondos podrán apoyar a empresas medianas. La solución, como ya se ha realizado en el Reino Unido y en Francia, consiste en crear fondos de inversión cerrados por el pasivo mediante ventanas (1-2-3 y hasta siete años), de forma que el gestor pueda equilibrar la liquidez del activo con la del pasivo.

La gran recesión ha puesto de manifiesto las vulnerabilidades de muchas economías, pero sobre todo la capacidad para alentar las recuperaciones.

Esperamos que este artículo contribuya a que la economía europea, y especialmente la española, siente las bases de una financiación más diversificada y de larga duración. Si es así se podrá hablar de un desarrollo mucho más sostenible que el vivido en el pasado.

Referencias bibliográficas

[1] ALLEN, F.; CARLETTI, E.; QUIAN, J. y VALENZUELA, P. (2012): «Financial Intermediation, Markets and Alternative Financial Sectors», *European University Institute*, *Economics Working Papers ECO2012/11*, marzo, Florencia.

[2] BERGER, A.N. y UDELL, G.F. (1998): «The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle», *Journal of Banking and Finance* nº 22, agosto, pp. 613-673, Philadelphia.

[3] DENIS, D.J. y MIHOV, V.T. (2003): «The Choice among Bank Debt, Non-bank Private Debt and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings», *Journal of Financial Economics* nº 70 (1), octubre, pp. 3-28, Philadelphia.

[4] G30 WORKING GROUP (2013): «Long-term Finance and Economic Growth», *The Group of Thirty*, febrero, Washington D.C.

[5] GOZZI, J.C.; LEVINE, R.; MARTÍNEZ PERIA, M.S. y SCHMUKLER, S.L. (2012): «How Firms Use Domestic and International Corporate Bond Markets», *The World Bank Development Research Group*, *Policy Research Working Paper 6209,* septiembre, Washington D.C.

[6] GOZZI, J.C.; LEVINE, R. y SCHMUKLER, S.L. (2009): «Patterns of International Capital Raisings», *Journal of International Economics* nº 80 (1), enero, pp. 45-57, Amsterdam.

[7] GREENWOOD, J. y SMITH, B.D. (1997): «Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets», *Journal of Economic Dynamics and Control* nº 21, enero, pp. 145-181, Amsterdam.

[8] JERRING, R.J. y CHATUSRIPITAK, N. (2000): «The Case of the Missing Market: the Bond Market and why It Matters for Financial Development», *The Wharton Financial Institutions Center*, *Working Paper 01-08*, mayo, Philadelphia.

[9] MINSKY, H.P. (1992): «The Financial Instability Hypothesis», *The Levy Economics Institute, Working Paper Nº. 74*, mayo, Nueva York.

[10] ROXBURGH, C.; LUND, S.; DOBBS, R., y MANYIKA, J. (2011): «The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape», *McKinsey Global Institute*, diciembre, Nueva York.

Nueva colección

manuales ICEX ceco

AMPLIAR LOS MERCADOS EXTERIORES

Este nuevo manual ICEX-CECO surge de la percepción de que la internacionalización se ha convertido en un elemento fundamental para la empresa en el actual mundo globalizado.

Esta obra se propone ofrecer un curso exhaustivo y riguroso sobre todos los aspectos que hay que considerar a la hora de iniciar, mantener o desarrollar la actividad internacional, en todas sus facetas, y aspira a convertirse en una obra de referencia en la materia en todo el ámbito de habla hispana.

664 páginas
Formato: 210 x 250 mm
PVP: 50 € (IVA incluido)
ISBN: 978-84-7811-744-4

Herramientas y técnicas para definir la estrategia y el marketing internacionales

Puede adquirir la obra en las principales librerías y en el ICEX.

ICEX España Exportación e Inversiones
Pº. de la Castellana, 14 - 28046 MADRID – tel.: 91 349 6275/34
c.e.: libreria@icex.es – www.icex.es/publicaciones

ICEX

Rosa Sánchez-Yebra Alonso*

EL NUEVO MARCO NORMATIVO ESPAÑOL EN LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

Completada la reestructuración del sector bancario, el nuevo marco normativo financiero está siendo objeto de importantes reformas con una doble finalidad: por un lado, introducir un marco sólido en materia preconcursal y concursal que dinamice la resolución de potenciales situaciones de insolvencia y que permita el desapalancamiento de empresas sobreendeudadas pero viables; y por otro, fortalecer las fuentes de financiación corporativa directa, reduciendo la tradicional dependencia de las empresas españolas con respecto al crédito bancario.

Palabras claves: *mercado financiero, normas, leyes, España.*
Clasificación JEL: *H3, H5, K2.*

1. Introducción

El endeudamiento, en la medida que se canaliza a inversiones productivas, puede ser un motor de crecimiento a medio y largo plazo, pero puede resultar problemático si se superan ciertos umbrales, en la medida en que acarrea una mayor sensibilidad de las empresas al ciclo económico y a cambios en las condiciones financieras.

En el caso concreto de la economía española, los bajos tipos de interés y la abundancia de liquidez hasta 2008 motivaron la expansión del crédito bancario a tasas muy elevadas. Entre 2000 y 2008, el crédito al sector privado no financiero creció a una tasa de variación interanual media de más de un 14 por 100, muy por encima del ritmo de crecimiento del PIB nominal.

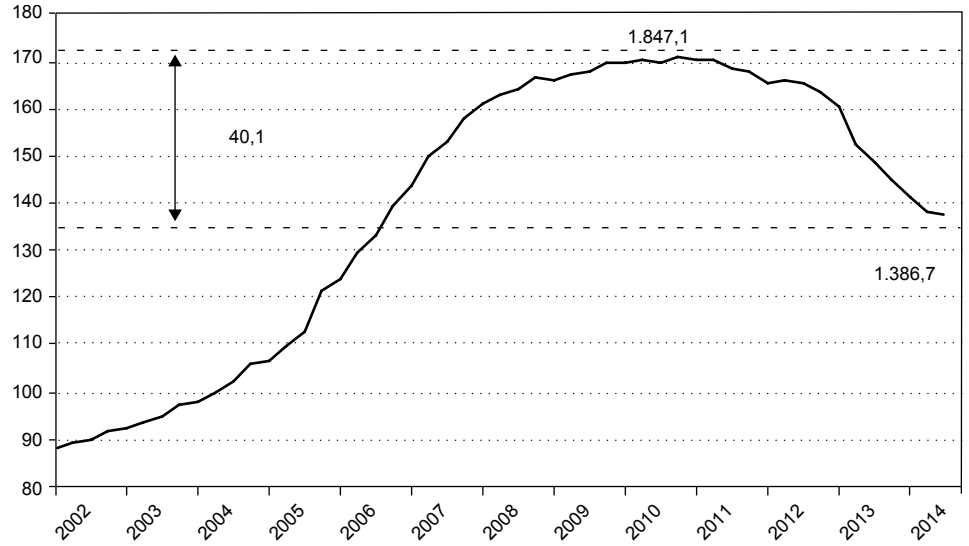
En consecuencia, uno de los rasgos diferenciales de la economía española respecto a las otras economías europeas y que explica en gran medida el impacto diferencial de la crisis en España, es el elevado endeudamiento privado acumulado, que llegó a ser 40 puntos porcentuales superior a la media, europea[1]. Entre los años 2004 y 2011, el stock de crédito se disparó llegando a un máximo en el segundo trimestre de 2010, cuando alcanzó un nivel de 171,5 por 100 del PIB. Dicho stock de crédito se concentró en gran medida en el sector de la construcción (Gráfico 1).

* Secretaria General del Tesoro y Política Financiera.
Este artículo ha contado con la colaboración de Judith Arnal Martínez y Fernando Álvarez Cienfuegos.

[1] Aquí tenemos en cuenta el endeudamiento de sociedades no financieras que llegó, en datos consolidados, según metodología SEC95 al 44,6 por 100. El máximo se alcanzó, para los datos consolidados, siguiendo metodología SEC95 en 64.6 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2010.

GRÁFICO 1

STOCK DE CRÉDITO A LAS EMPRESAS



FUENTE: INE y Banco de España.

El fuerte apalancamiento de la economía española trajo consigo profundos desequilibrios: problemas de solvencia en las entidades financieras, una dependencia marcada de las empresas españolas hacia la financiación bancaria y un nivel de apalancamiento relativamente elevado en el tejido empresarial[2].

La estrategia de política financiera seguida por el Ministerio de Economía y Competitividad en estos últimos años trató de abordar estos desequilibrios y se ha apoyado fundamentalmente en tres ejes. Un primer eje, basado en la reestructuración y recapitalización del sector bancario. Un segundo eje centrado en crear un marco jurídico que facilite las reestructuraciones financieras. Y un tercer eje centrado en favorecer el acceso a la financiación de las pymes, ya sea facilitando el acceso al canal del crédito bancario, ya sea abriendo canales de financiación alternativos.

Debe hacerse notar que los tres ejes suponen una actuación estratégica comprensiva y coherente, no pudiendo entenderse ninguno de ellos de forma aislada. Además, la implementación de los distintos ejes ha seguido un calendario lógico y ordenado.

Se empezó por la reestructuración y recapitalización de las entidades financieras con problemas, porque era condición *sine qua non* para la estabilización del sistema financiero español. De no ser por el Real Decreto-ley 2/2012, de saneamiento del sector financiero y por el Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, también denominados *Decretos Guindos,* que obligaron a un aumento importante de las provisiones por los créditos dudosos, la reforma

[2] Desde la entrada en el euro hasta el año 2010, la deuda de las empresas no financieras españolas se triplicó, pasando de menos de un 80 por 100 a más de un 133,4 por 100 del PIB. Desde entonces se ha reducido notablemente hasta el 108 por 100 del PIB.

concursal no hubiera podido tener éxito. Dichos decretos sentaban las bases para que la banca se encontrase en una situación patrimonial adecuada para aceptar reestructuraciones de los préstamos bancarios de empresas en una situación financiera complicada.

Por ello, completada la reforma bancaria, la segunda fase fue llevar a cabo una reforma concursal ambiciosa, entendiendo que la correcta regulación de la insolvencia constituye un estímulo necesario en la concesión de crédito, al fijar un marco jurídico claro que garantiza a los acreedores la rápida resolución de potenciales problemas de impago.

Finalmente, la tercera fase, ejecutada de forma simultánea, completa las anteriores reformas normativas al crear un entorno normativo propicio para el acceso a la financiación por parte de las empresas.

En el presente artículo abordaremos dos ejes de política financiera: el nuevo marco jurídico para la reestructuración de empresas y las medidas de desintermediación financiera. Dejaremos de lado la reestructuración y reordenación del sector bancario como principal eje de la reforma financiera, con el fin de acotar el contenido de la discusión, pero sin que en ningún momento olvidemos que las reformas que vamos a abordar en el presente artículo forman parte de un todo.

2. El nuevo marco jurídico para la reestructuración de empresas: la reforma concursal

Se señalaba en la Introducción que, como consecuencia del elevado crecimiento del crédito privado, el sector privado español acumuló un nivel de endeudamiento preocupante. A pesar del proceso de desapalancamiento ya iniciado por la economía española en 2010, la deuda de las sociedades no financieras, en datos consolidados, todavía se sitúa en la actualidad[3] en el 108 por 100, notablemente por encima del nivel promedio de la zona euro, que es del 97 por 100 del PIB.

[3] Segundo trimestre de 2014, último dato disponible.

El objetivo de la reforma concursal es lograr que empresas viables, que tengan un problema transitorio de excesivo endeudamiento, puedan llevar a cabo una reorganización financiera que les permita seguir en funcionamiento. En este sentido, el legislador hizo un esfuerzo importante por identificar los aspectos mejorables de la antigua normativa preconcursal y concursal.

Tras el estallido de la crisis económica y financiera en España, se observó que el concurso de acreedores no era percibido como una solución al problema de sobreendeudamiento de las empresas españolas. A pesar de que el número de concursos registrados en España ha aumentado exponencialmente en los últimos años[4], el incremento es sustancialmente inferior al de otras economías europeas, a pesar de la gravedad de la crisis. En 2012, frente a los 11.024 concursos registrados en Italia, los 28.297 registrados en Alemania y los 46.327 registrados en Francia, en España sólo se registraron 7.540 concursos. Esta situación podía explicarse por el hecho de que los procedimientos concursales en España tenían una duración excesivamente larga (413 días de media). Además, más del 90 por 100 de los procedimientos concursales declarados en España concluían con la liquidación de la empresa, cifra significativamente superior en comparación con otros países de nuestro entorno: en Reino Unido, el número de empresas declaradas en concurso que acabaron liquidándose ascendió al 80 por 100 en el primer trimestre de 2013 y en Francia, al 70 por 100 a lo largo de todo 2012.

Las sucesivas reformas legislativas impulsadas por el legislador[5] tratan de resolver las anteriores anomalías y se apoyan en las siguientes líneas de actuación:

— Acuerdos preconcursales

— Medidas de arrastre

[4] Se ha pasado de 819 concursos en 2003 a 9.310 concursos en 2013.

[5] Ley 14/2012 de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial y el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal.

— «Dinero nuevo»
— Venta de la unidad productiva
— Flexibilización de los convenios
— Agilización de trámites y transparencia

Acuerdos preconcursales

Ante el escaso éxito de los procedimientos concursales españoles, se potencia la figura de los acuerdos preconcursales, con el objetivo de desincentivar que las empresas españolas pospusieran la resolución de sus problemas patrimoniales hasta el momento en que la única opción posible es la liquidación.

En este sentido, el Real Decreto-ley 4/2014 crea un marco jurídico favorable a la celebración de acuerdos de refinanciación, evitando que estos puedan ser rescindidos en caso de producirse el concurso, promoviendo su extensión a acreedores disidentes y potenciando los mecanismos de quitas, esperas y conversión de deuda en capital social.

Este Real Decreto-ley introduce tres grandes tipos de acuerdos de refinanciación: los acuerdos bilaterales sin homologación judicial, los acuerdos colectivos sin homologación judicial y los acuerdos colectivos con homologación judicial. De verificarse los requisitos establecidos por la ley[6] los efectos del acuerdo de refinanciación resultarán no rescindibles ante una eventual declaración en concurso de la empresa deudora.

Medidas de arrastre

Uno de los problemas existentes**,** bajo el anterior marco concursal, se suscitaba en las refinanciaciones en las que los acreedores minoritarios no aceptaban los acuerdos alcanzados entre la mayoría de los acreedores y la compañía[7]. No eran pocos los procesos concursales en los que los acreedores minoritarios utilizaban el chantaje de la unanimidad para mejorar la posición en los procesos, exigiendo la devolución íntegra de la deuda debida, con el consecuente impacto para el resto de acreedores. La normativa actual trata de favorecer medidas de arrastre para que, con el apoyo de una mayoría, los acuerdos sean imponibles a los acreedores disidentes.

Se ha logrado a través de diversas medidas. Primero, si los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente obtienen la aprobación de acreedores, que representen al menos el 60 por 100 de los pasivos financieros para esperas inferiores a cinco años o del 75 por 100 para otros efectos como esperas entre cinco y diez años, quitas o daciones en pago, no sólo resultarán no rescindibles, sino que sus efectos podrán extenderse al resto de acreedores no participantes o disidentes.

Segundo, el legislador también ha reforzado el arrastre de minorías disidentes en la fase de convenio[8], en el que se establecen reglas de mayorías de arrastre y de constitución de grupos. En efecto, con la nueva regulación se llevarán a cabo votaciones por grupos de acreedores, diferenciándose los acreedores con privilegio especial, los acreedores con privilegio general y los acreedores ordinarios. A su vez, los acreedores dotados de privilegio especial o general se agruparán en otros cuatro grupos: acreedores públicos, financieros, laborales y resto de acreedores. De este modo, si el 50 por 100 de los acreedores ordinarios o el 65 por 100 del grupo correspondiente de acreedores privilegiados, adoptan un acuerdo que

[6] Básicamente, aumento de la ratio de activos sobre pasivos, aprobación del acuerdo por acreedores que representen al menos el 60 por 100 del pasivo en el caso de acuerdos colectivos no homologados, y del 51 por 100 en el caso de acuerdos colectivos homologados.

[7] El problema del *hold out* es un problema muy estudiado en el análisis económico del derecho concursal. Es el problema clásico del *free-rider* aplicado al caso de las reestructuraciones. El acreedor minoritario se beneficia de un acuerdo cooperativo entre el resto de acreedores financieros, pero su mejor estrategia es precisamente no apoyar dicho acuerdo. El equilibrio de Nash resultante es que ningún acreedor financiero apoye un acuerdo colectivo.

[8] En el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal.

entrañe esperas o conversiones de deuda en préstamos participativos por un plazo no superior a cinco años, éste resultará aplicable al resto de acreedores de su grupo. Para la extensión de esperas y conversiones de deuda en préstamos participativos por un plazo superior a cinco años, quitas y conversiones de deuda en capital social, será necesario el acuerdo del 65 por 100 de los acreedores ordinarios o del 75 por 100 del grupo correspondiente de acreedores privilegiados. Esta medida permite implicar por primera vez a los acreedores privilegiados en la votación del convenio.

Tercero, el Real Decreto-ley prevé la posibilidad de que los acreedores dotados de garantía real puedan quedar afectados por la adopción de un acuerdo de refinanciación. Esta medida resulta de vital importancia, ya que sin la implicación de los acreedores con garantía real, la mayor parte de los acuerdos de refinanciación resultarían imposibles, dado el papel fundamental que juega en España la garantía real en la obtención de crédito. Así, se introduce un nuevo mecanismo de valoración, con arreglo al cual, la parte del crédito que se entenderá protegida por la garantía real serán los nueve décimos del valor razonable del bien sobre el que esté constituida dicha garantía, previa deducción de las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien. De esta manera, las mayorías necesarias de arrastre para la parte privilegiada del crédito serán el 65 por 100 para esperas inferiores a cinco años y el 80 por 100 para el resto de efectos. El crédito no calificado como privilegiado será arrastrado por las reglas de mayoría especificadas en el párrafo anterior.

«Dinero nuevo»

Una reestructuración operativa necesita tiempo. Especialmente si coincide con un proceso de reorganización financiera, orientado a llevar el nivel de endeudamiento hasta un nivel que sea viable para la actividad recurrente de la empresa. Se hace por lo tanto necesario incentivar, mediante una adecuada protección, a aquellos acreedores financieros que están dispuestos a prestar a la empresa durante tan difícil transición.

En este sentido, el Real Decreto-ley otorga, durante los dos años siguientes a su aprobación, la calificación de crédito contra la masa (crédito situado en primer lugar en el orden de prelación de pagos en un eventual concurso) al 100 por 100 del «dinero nuevo» (frente al 50 por 100 anterior) obtenido por una empresa en el marco de un acuerdo de refinanciación, lo que sin lugar a dudas fomentará la aportación de nuevas fuentes de financiación a empresas en dificultades. Por otra parte, el Banco de España ha realizado un cambio interpretativo de su Circular 4/2004, de 22 de diciembre[9], permitiendo que la deuda bancaria subsistente tras la conclusión de un acuerdo de refinanciación, obtenga la calificación de riesgo normal, en lugar de subestándar o dudoso. Este cambio constituye un incentivo positivo y prácticamente imprescindible para que las entidades de crédito, principales acreedoras de las empresas españolas, accedan a la conclusión de acuerdos de refinanciación.

Venta de unidades productivas

Como decíamos al inicio del apartado, una de las anomalías del anterior régimen concursal es el alarmante porcentaje de empresas que terminaban el concurso en liquidación.

Las últimas reformas del régimen concursal tratan de incentivar la transmisión de unidades productivas como un todo, con el objetivo de que no se pierdan los intangibles en el proceso concursal. A estos efectos, el Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, prevé diversas medidas.

En primer lugar, prevé que para los casos de transmisión de unidades productivas, el adquirente se subrogue automáticamente en los derechos y obligaciones

[9] Circular 4/2004, de 22 de diciembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.

derivados de contratos que afecten a las mismas, sin necesidad de consentimiento de la otra parte, así como en las licencias o autorizaciones administrativas necesarias, salvo que manifieste lo contrario. Además, dicha transmisión no llevará aparejada responsabilidad alguna por créditos impagados por el deudor antes de la transmisión, salvo disposición en contrario. Esta clarificación resulta de vital importancia, ya que, hasta el momento, el procedimiento de enajenación del conjunto de la empresa estaba sometido a numerosas trabas, exigencias y consentimientos que dificultaban la transmisión.

En segundo lugar, se establece la posibilidad de que el juez acuerde la realización de la unidad productiva a través de enajenación directa o a través de persona o entidad especializada cuando, a la vista del informe de la administración concursal, considere que es la forma más idónea para salvaguardar los intereses del concurso. Hasta el momento, sólo podía recurrirse a la enajenación directa cuando la subasta hubiera quedado desierta. Esta limitación introducía trabas a la competencia entre los potenciales adquirentes de la empresa concursada, lo que reducía notablemente su valor de enajenación, poniendo en peligro la satisfacción de los derechos de los acreedores, finalidad principal de cualquier procedimiento concursal. Gracias a la modificación propuesta en el Real Decreto-ley 11/2014, aumentará la competencia entre los potenciales adquirentes de la unidad productiva, contribuyendo así al incremento del precio final satisfecho por la adquisición de la empresa, lo que permitirá satisfacer en mayor medida los derechos de los acreedores y mejorará el clima de confianza empresarial.

Flexibilización de los convenios

Con el nuevo marco concursal, el convenio de acreedores queda reforzado como instrumento para que estos puedan modificar las condiciones financieras de sus préstamos, con el fin de garantizar la solvencia financiera de la empresa.

En este sentido, se lleva a cabo una ampliación del posible contenido del convenio. La regulación vigente hasta la entrada en vigor del Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, sólo permitía que el convenio contuviera quitas de hasta el 50 por 100 y esperas de hasta cinco años. Con la nueva normativa, se permiten esperas de hasta diez años, quitas sin límite, cesiones en pago o para pago (siempre que el bien cedido no sea necesario para la continuidad de la actividad empresarial) y acuerdos de conversión de deuda en capital social o en préstamos participativos. Esta medida aumentará las posibilidades de que las empresas españolas lleguen a un convenio que garantice su viabilidad y, por tanto, la continuidad de su actividad económica.

Agilización de trámites y transparencia

Dada la elevada sobrecarga de los Juzgados de lo Mercantil en España, la norma reduce al máximo posible la intervención judicial, limitándola a la comprobación por el juez que el acuerdo de refinanciación reúne las mayorías necesarias para la homologación. Sin lugar a dudas, esta medida permitirá que las empresas acudan a acuerdos de refinanciación cuando aún son viables y reducirá la carga de trabajo de los Juzgados de lo Mercantil, permitiéndoles actuar con mayor eficiencia respecto de los procedimientos concursales que acaben sustanciándose ante ellos.

3. Mejora del acceso a la financiación de las empresas españolas

Como señalábamos en la Introducción, el elevado nivel de endeudamiento de las empresas españolas es un problema financiero importante del tejido empresarial español, pero no es el único. El otro problema importante es el insuficiente acceso a la financiación de las empresas españolas, problema que deriva en primer lugar de la expulsión de muchas pymes del canal del crédito y en segundo de la fuerte dependencia respecto a la financiación bancaria.

Es sabido que el tejido empresarial español adolece de un problema secular: su fuerte dependencia de la financiación bancaria, que es incluso más acusada en el caso de las empresas de menor dimensión, las pymes, cuyo tamaño dificulta enormemente el acceso directo a los mercados. Según el Directorio Central de Empresas, en España existían a 1 de enero de 2013, 3.142.928 empresas, de las cuales 3.139.106 (el 99,88 por 100) eran pymes. Por ello, la falta de acceso al crédito por parte de las pymes tiene un impacto muy significativo.

Sin embargo, tal y como demuestran las encuestas sobre préstamos bancarios del Banco de España, desde 2009, la financiación nueva concedida al sector de sociedades no financieras en créditos de cuantía inferior al millón de euros (*proxy* del crédito pyme) se ha reducido drásticamente.

Para resolver este problema, el Ministerio de Economía y Competitividad ha actuado sobre dos ejes: medidas orientadas a facilitar el acceso al crédito bancario y medidas orientadas a fomentar la desintermediación financiera.

Medidas normativas orientadas a facilitar el acceso al crédito bancario

— *Obligación de preaviso.* Empezando por las medidas orientadas a facilitar el acceso de las pymes al crédito, cabe destacar que el proyecto de ley financiera actualmente en tramitación (en adelante, PL) incluye una medida destinada a mejorar las condiciones en las que un banco concede crédito a un cliente pyme, que consiste en que los bancos deberán dar un preaviso a aquellas pymes a las que les va a interrumpir o reducir considerablemente la financiación. Con esta obligación, se pretende garantizar que la empresa cuente con tiempo suficiente para encontrar nuevas vías de financiación o para ajustar sus esquemas de pago, de forma que la interrupción o reducción de la línea de crédito no le genere problemas acuciantes de liquidez.

— *Corrección de problemas de información asimétrica*. Asimismo, se determina que las pymes recibirán su información financiera-pyme. Esta medida ayudará a mejorar las prácticas de concesión de crédito a las pymes por parte de las entidades financieras y a aumentar la información existente sobre su calidad crediticia, cuestión de vital importancia, ya que, tradicionalmente, el acceso al crédito por parte de las pymes se ha visto dificultado porque los bancos no disponen frecuentemente de la información adecuada para valorar la calidad crediticia. Pero además, el impacto de la entrega generalizada de un fichero de información-financiera pyme en la mejora de las condiciones crediticias puede ser mucho mayor, en tanto en cuanto ese fichero deberá contener una relación de los créditos históricos y vigentes y, si es el caso, una declaración expresa de que la pyme ha cumplido íntegramente con sus obligaciones.

Medidas normativas orientadas a fomentar la desintermediación financiera

Como indicábamos anteriormente, el segundo objetivo de las reformas legislativas emprendidas por el Ministerio de Economía y Competitividad es sentar las bases para facilitar el acceso de las empresas españolas a través de los mercados de capitales. Es sabido que la intensa bancarización de la economía española plantea problemas cuando, como consecuencia de una crisis financiera como la vivida durante los últimos años en España, el crédito bancario se reduce notablemente, dejando a las empresas españolas sin fuentes de financiación.

— *Desarrollo del MARF.* En este sentido destaca, en primer lugar, la creación del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), un sistema multilateral de negociación al que pueden acudir inversores cualificados y cuya principal ventaja es que permite a las empresas diversificar sus fuentes de financiación, abriendo las posibilidades más allá del crédito bancario.

— *Flexibilización del régimen de emisiones.* El proyecto de ley financiera actualmente en tramitación, también introduce medidas muy interesantes orientadas a facilitar el acceso de las empresas españolas a la financiación no bancaria, tanto a través de la emisión de obligaciones como eliminando restricciones. Así, en aras de aumentar la diversificación financiera de España, se permite que las sociedades limitadas accedan a los mercados de capitales mediante la emisión de obligaciones y se eliminan las restricciones cuantitativas establecidas a las emisiones por sociedades anónimas y comanditarias por acciones.

— *Reforma del régimen de titulizaciones.* El PL reforma el marco jurídico de las titulizaciones en torno a tres ejes. En primer lugar, racionaliza la normativa existente, que adolece de una gran dispersión y unifica en una única categoría legal los fondos de titulización de activos y los fondos de titulización hipotecaria, llamados ahora simplemente «fondos de titulización de activos». En segundo lugar, aproxima nuestro régimen jurídico al de otras jurisdicciones europeas más avanzadas en la materia, eliminando aquellos obstáculos que impiden replicar en España determinadas estrategias innovadoras de titulización de probado éxito y utilidad en países de nuestro entorno. Por último, se recogen legalmente algunas prácticas que, en materia de transparencia y protección del inversor, vienen exigiendo los inversores internacionales.

— *Crowdfunding.* La medida más novedosa del PL es, sin duda, que configura por primera vez un régimen jurídico específico para las plataformas de financiación participativa que intermedien en la concesión de préstamos o en la suscripción de acciones o participaciones sociales, otorgando así carta de naturaleza a las actividades denominadas *crowdfunding*, en su vertiente tanto de renta fija (*lending-based*) como de renta variable (*equitybased*).

Estas plataformas de financiación participativa vienen a completar, y en ocasiones sustituir, un eslabón en la cadena de financiación de las empresas y los particulares, puesto que ofrecen una alternativa frente a un crédito bancario más caro o incluso inexistente. De esta manera se facilita la provisión de fondos a proyectos con mayor riesgo, pero también con mayor potencial.

4. Conclusión

La normalización de las condiciones de financiación de la economía española depende de numerosos factores, entre los cuales el marco regulatorio desempeña un papel fundamental. Esta regulación comienza con la estabilización del sector bancario, pasa por la reforma del marco concursal y termina con el desarrollo de las condiciones normativas adecuadas para facilitar la financiación de empresas españolas. Como resultado de estas medidas, se espera, por una parte facilitar un desapalancamiento ordenado del sector privado, permitiendo la supervivencia de las unidades de negocio productivas, y, por otra, crear un entorno propicio para que el crédito fluya y permita la transferencia de recursos desde aquellas actividades menos productivas a aquellas otras donde se genera un mayor valor para la economía.

Referencias bibliográficas

[1] BANCO CENTRAL EUROPEO Y BANCO DE INGLATERRA (2014): The Case for a Better Functioning Securitisation Market in the European Union. A Discussion Paper.

[2] COMISIÓN EUROPEA (2014): Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: «Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea» (COM(2014) 172 final).

[3] COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2014): Estadísticas del mercado primario de valores.

[4] CUENA CASAS, M. (2014): «Préstamo responsable, información crediticia y protección de datos personales», *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* nº 20, marzo, Madrid.

[5] DE LA FUENTE CABRERO, C. (2007): Claves del éxito de las Sociedades de Garantía Recíproca en el período 1994-2005, Delta Publicaciones.

[6] FINANCIAL STABILITY BOARD (2013): «Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities.

An Overview of Policy Recommendations», agosto, Basilea.

[7] KIRBY, E. y WORNER, S. (2014): «Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast», IOSCO, Staff Working Paper: [SWP3/2014], febrero, Madrid.

[8] MARTÍNEZ CARRASCAL, C. y MULINO RÍOS, M. (2014): La evolución del crédito bancario a las empresas según su tamaño. Un análisis basado en la explotación conjunta de la CIR y de la CBI, Boletín Económico del Banco de España.

[9] MAUDOS VILLAROYA, J. y FERNÁNDEZ DE GUEVARA RADOSELOVICS, J. (2014): Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis, Fundación BBVA.

[10] MENÉNDEZ, A. (2007): Lecciones de Derecho Mercantil, Thomson Civitas.

[11] PEÑALOSA, J. (2013): «Efectos estadísticos sobre los balances de las entidades de crédito españolas de las operaciones recientes de reestructuración y recapitalización», Boletín Económico del Banco de España, febrero.

[12] PWC: Temas Candentes de las reestructuraciones financieras.

[13] REGISTRADORES DE ESPAÑA (2014): Anuario 2013. Estadística concursal. El concurso de acreedores en cifras.

[14] REVELLO DE TORO CABELLO, J.M. (2013): Manual de *Corporate Finance* y Banca de Inversión, Delta Publicaciones.

[15] STONE, C.; ZISSU, A. y LEDERMAN, J. (1991): *Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe*, Euromoney Books.

ICE
INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

INFORMES MENSUALES DE COMERCIO EXTERIOR

Los informes mensuales de comercio exterior se elaboran por la Secretaría de Estado de Comercio a partir de los datos suministrados por Aduanas. Consiste en una radiografía completa del sector, tanto del mes como del acumulado del año. Las exportaciones e importaciones se clasifican de acuerdo a múltiples criterios, como el origen y destino o los capítulos económicos en los que se engloban. Los datos también se desglosan por comunidades autónomas.

www.revistasice.com
Librería virtual, suscripción y venta: www.mineco.gob.es
Pº de la Castellana, 162
28046 Madrid.
Telf. 91 583.55.07
Correo electrónico: DistribucionPublicaciones@mineco.es

Daniel Calleja Crespo*

EL IMPULSO EUROPEO A LA FINANCIACIÓN DE LA PYME

El acceso a la financiación es hoy una preocupación primordial para las pymes. La crisis económica ha conducido a una fuerte contracción del crédito. Europa está saliendo lentamente de la crisis. Sin embargo, la recuperación es todavía muy frágil. Más allá de las políticas de crecimiento para acompañar la recuperación, la Unión Europea ha puesto en el centro de sus políticas la competitividad de las empresas. Las pymes son cruciales ya que representan el 99,8 por 100 de las empresas en la Unión Europea. Necesitamos una política dinámica para su desarrollo y para que sigan siendo el motor del crecimiento económico. Por eso, la Comisión Europea ha propuesto todo un abanico de medidas que permitan facilitar el acceso a financiación de las pymes, medidas normativas y acciones de información específicamente dirigidas a las pymes.

Palabras clave: *financiación, pymes, fondos europeos, instrumentos financieros, acceso al crédito, normativa, información .*
Clasificación JEL: *F33, G3, G14.*

1. Introducción

Un artículo reciente del diario El País[1] informaba que «El crédito resucita para el pequeño empresario» y que «el flujo de dinero hacia las pymes ha aumentado en lo que va de año, a pesar de que aún pagan los préstamos un 54 por 100 más caros que sus competidores alemanes».

Esto es cierto. Pero el artículo va más allá. Nos cuenta la aventura de Urbike, una pyme que ganó un concurso para la bicicleta pública de Copenhague. Tenían el proyecto de fabricar 11.000 unidades. A falta de la financiación necesaria, se acumularon las dificultades de gestión, impidiendo que arrancase la actividad. Acosados por las necesidades financieras, tuvieron que vender el I+D a una empresa alemana. Lejos de crear el empleo que suponía este proyecto en su región, tuvieron que despedir personal, muy a su pesar. Esta aventura es todo un símbolo de la situación actual y explica en pocas palabras el motivo de la acción europea para impulsar la financiación de las pymes.

¿Es Urbike un caso aislado? ¿Murió el crédito para que tuviera que resucitar? ¿Es verdad que hay tantas disparidades en el coste del crédito en el mercado financiero europeo? ¿Cómo se ha llegado a esta situación?

Actualmente en la Unión Europea, una de cada tres pymes que solicitan financiación no la consigue en el

* Director General de Empresas e Industria. Comisión Europea.

[1] El País, domingo 10 de agosto 2014, p. 29, http://www.clipmedia.net/ficheros/2014/08_ago/d%C3%B1146.pdf

mercado. Esta situación esconde una realidad más compleja. El mercado financiero presenta disfunciones en cuanto a la concesión de créditos, resultando muy fragmentado y con una propensión a conceder préstamos con más dificultad a las empresas más jóvenes y más pequeñas. La crisis financiera ha impactado fuertemente la actividad crediticia, llegando a sus niveles más bajos a finales de 2013.

El acceso a la financiación, particularmente para las pymes, es una prioridad de la Comisión Europea. En este sentido la Comisión ha propuesto tres tipos de medidas para impulsar la financiación de las pymes:

— Medidas presupuestarias
— Medidas normativas
— Medidas de información.

En el período presupuestario 2014-2020, la UE va a hacer un extraordinario esfuerzo a través de sus fondos al servicio del desarrollo regional, de la pyme, de la I+D+i, del empleo, de la cultura y de las infraestructuras. Sin embargo, el renacimiento de la industria no puede pasar solo por vía de la financiación pública. Por eso, trabajamos también a nivel normativo para facilitar el acceso a la financiación y para mejorar las vías de financiación a largo plazo que pueden acompañar las inversiones necesarias.

Por último, para llevar a buen puerto esta ambiciosa política en favor de las pymes, desplegaremos una intensa política de información para que las pymes puedan conocer los programas de apoyo existentes.

2. Situación actual en la Unión Europea y percepción de la situación por parte de las pymes

El acceso a la financiación es, hoy en día, uno de los problemas más graves a los que se enfrentan las pymes de muchos países de Europa y entre ellos España.

Según estudios de la Comisión[2] y del Banco Central Europeo el acceso a la financiación es el segundo problema por orden de importancia para las pymes.

La misma encuesta revela que aproximadamente un tercio de las pymes que han solicitado financiación externa, la han conseguido tan solo parcialmente, no la han conseguido o les ha sido negado ante el coste elevado de la operación.

Los préstamos bancarios se conceden con más facilidad a las grandes empresas que a las pymes, empresas más jóvenes o más pequeñas[3]. Esta situación es más característica de una imperfección de mercado que sencillamente un problema de oferta y demanda. El nivel de información de las entidades financieras puede influir sobre el riesgo de la operación de préstamo con las pymes[4 y 5].

También la percepción de acceso al crédito es muy distinta en España y Alemania, a la par con la dificultad real de acceso al crédito y la situación económica del país. Esa percepción se confirma a través de los datos económicos. Los países más afectados por la crisis soberana han sido también los que más han sufrido la caída del crédito para empresas y pymes.

Los diferenciales de tipo de interés entre España, Alemania y Francia han sido elevados durante la crisis[6]. Esa diferencia se puede explicar por muchos factores, incluida la morosidad más elevada en España, pero es de subrayar que el sistema de préstamos en Francia se caracteriza por un sistema de *rating* de préstamos a pymes más desarrollado que permite calibrar mejor el riesgo (Gráfico 1).

En España, en 2013 se concedía solo una tercera parte de los préstamos que se concedían en el año 2007[7].

[2] European Commission, 2013 SMEs' Access to Finance survey (SAFE)

[3] Según el Estudio del Banco Central Europeo, abril 2014,, «Survey on the Access to finance of small and medium-sized enterprises in the Euro Area», el 75 por 100 de grandes empresas ha recibido el préstamo requerido contra el 68 por 100 para pymes.

[4] «Do All Firms have equal access to external financing?», KAY N., MURPHY, G., O'TOOLE, C. y O'CONNELL, B., 29 June 2014, http://www.voxeu.org/article/financial-markets-and-sme-investment-dearth

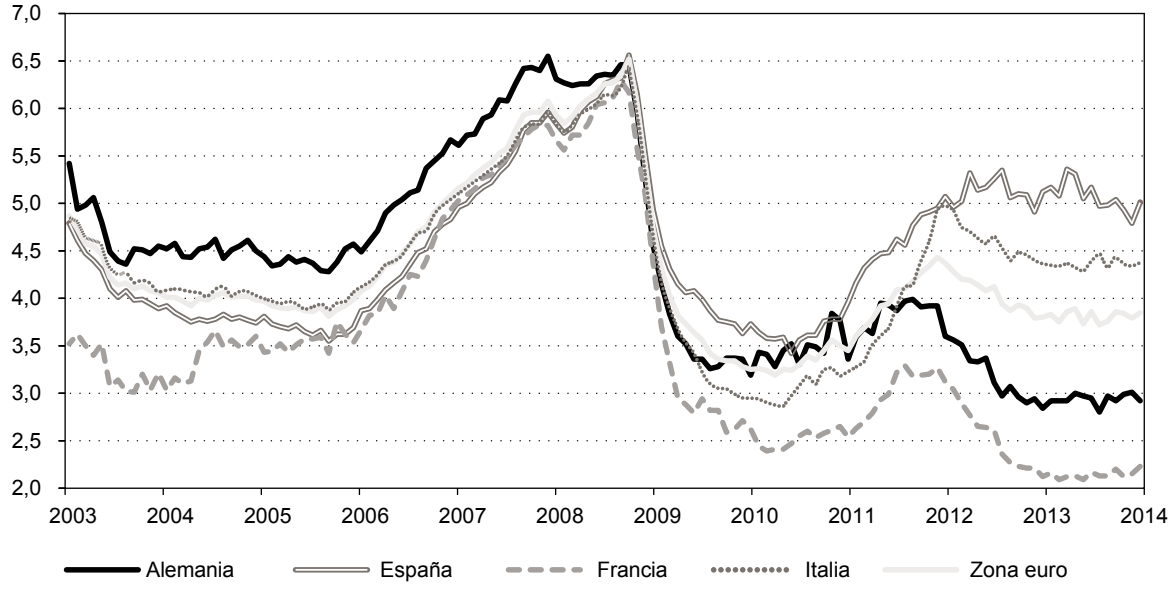
[5] European Commission, 2014 Competitiveness report, http://ec.europa.eu/enterprise/policies/industrial-competitiveness/competitiveness-analysis/european-competitiveness-report/index_en.htm

[6] El País, 10 de agosto 2014, España 4,59 por 100, Alemania 2,97 por 100, Francia 2,27 por 100.

[7] Informe Anual Banco de España 2013.

GRÁFICO 1

TIPOS DE INTERÉS PARA PRESTAMOS A UN AÑO <1 MILLÓN DE EUROS (En %)



FUENTE: Datos del Banco Central Europeo, Grafico del "Member States Competiteveness Report 2014, European Commission".

Situaciones muy parecidas se repiten en países como Portugal, Italia, Irlanda, Eslovenia, Grecia o los Países Bajos.

A finales de 2013 el crédito a instituciones no financieras en la UE estaba en el nivel histórico más bajo desde la creación de la zona euro (Gráfico 2).

3. El impacto de la crisis financiera y de la crisis de la deuda soberana[8]

La crisis económica y financiera ha afectado a la capacidad del sector financiero para canalizar fondos hacia la economía real, en particular, hacia la inversión a largo plazo. La fuerte dependencia de la intermediación bancaria, unida al desapalancamiento de los bancos y la disminución de la confianza de los inversores, han reducido la financiación de todos los sectores de la economía.

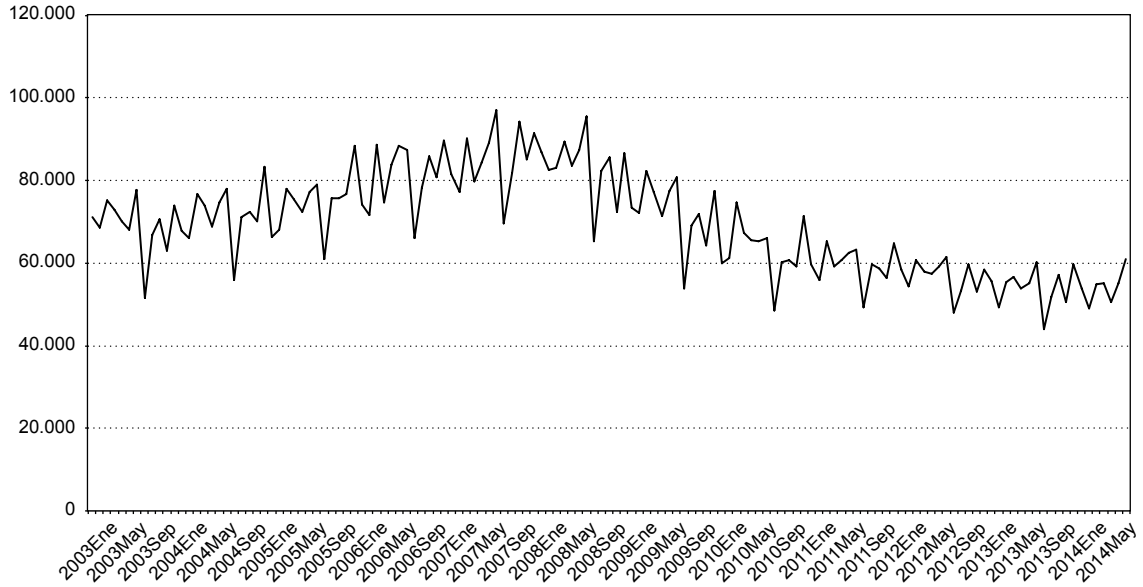
La Unión Europea ha actuado con determinación para invertir esta tendencia y restaurar las condiciones de un crecimiento y una inversión sostenibles. Las finanzas públicas se han saneado y se han establecido procedimientos para una mejor coordinación de las políticas económicas y presupuestarias.

El Banco Central Europeo ha obrado con firmeza para restablecer la confianza en los mercados y la creación de una unión bancaria está contribuyendo a reducir la fragmentación financiera y recuperar la confianza en la zona euro.

[8] European Commission, 2013 Member States' Competitiveness, Industrial Performance scoreboard 2013, European Commission, 2014 Competitiveness report, European Commission, 2014 SBA Fact Sheet Spain.

GRÁFICO 2

PRESTÁMOS A EMPRESAS NO FINANCIERAS DE LA ZONA EURO < 1 MILLÓN
(En millones de euros)



FUENTE: Datos del Banco central Europeo, http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2A.A.B.2.2240.EUR.N

En los últimos cuatro años con el apoyo del Banco Central Europeo se han inyectado casi 500.000 millones de euros de capital nuevo en los bancos de la eurozona y muchos de ellos han cambiado sus modelos de negocio. Esto debería empezar a sentar las bases para abrir la financiación empresarial.

No obstante, para que estas mejoras sean duraderas, se requieren inversiones a largo plazo que puedan respaldar un crecimiento inteligente, sostenible e integrador.

La capacidad del sistema financiero de canalizar fondos hacia las inversiones a largo plazo será esencial a la hora de asegurar que Europa encuentre una senda de crecimiento sostenible.

Desde el segundo trimestre de 2013 las tasas de crecimiento de la eurozona han vuelto a ser positivas y se han mantenido en positivo desde entonces.

En España, después de nueve trimestres consecutivos en negativo, el tercer trimestre de 2013 presentó crecimiento positivo (+0,1 por 100) y el cuarto consolidó esta tendencia (+0,3 por 100).

Esta situación también está siendo reflejada en la evolución de los mercados de deuda.

Estamos comenzando a ver los primeros elementos concretos de un cambio de tendencia. Sin embargo los efectos de la crisis han sido profundos y si bien parece claro que España y Europa están saliendo de la recesión, la recuperación económica es muy leve y frágil, y estamos aún muy lejos de los niveles de 2008, anteriores a la crisis.

Incluimos algunos datos:

En Europa

Entre el primer trimestre de 2008 y el final de 2012, se han perdido más de 3.800.000 puestos de trabajo en la industria en Europa. Esto es equivalente al 11 por 100 de la totalidad de la fuerza de trabajo en este sector al comienzo de la crisis.

El peso de la inversión en el PIB de la Unión ha pasado del 21,1 por 100 del PIB en 2007 al 18 por 100 en 2012.

En Europa, solo en 2012, las pymes perdieron 610.000 puestos de trabajo y su contribución al PIB descendió un 1,3 por 100.

En España

Desde el comienzo de la crisis hasta mediados del 2013, el PIB cayó en torno a un 6,5 por 100 y la tasa de paro llegó a superar el 26 por 100.

En España, el proceso de reordenación empresarial ha destruido un 8 por 100 de las empresas existentes antes de la crisis. En los últimos cinco años (2013) la industria perdió 870.000 puestos de trabajo. Después de varios años de recesión, hoy nos encontramos ante un panorama económico más estable, pero no consolidado. Los efectos de la crisis, fundamentalmente la reducción de la inversión y la pérdida de capital humano y físico, harán que la recuperación sea moderada y larga.

Ante estos retos se precisa una apuesta decidida por el crecimiento, por la economía real, por las pymes y por la industria ya que estos, y no otros, son los únicos vectores que pueden sostener una salida de la crisis que sea sostenible, duradera y generadora de empleo.

Y para ello el rol de las pymes es fundamental:

— En Europa hay más de 20.000.000 de pymes.

— Representan más del 98 por 100 de las empresas de nuestro continente.

— Crean ocho de cada diez nuevos puestos de trabajo en el sector privado.

Por eso la acción a nivel europeo es fundamental para consolidar la recuperación económica, en el crecimiento y en el empleo.

4. Retomar la senda del crecimiento y del empleo: el renacimiento de la industria europea[9]

Los ajustes estructurales macroeconómicos, que eran absolutamente necesarios para sanear la economía, no bastan por si solos para garantizar crecimiento y empleo. Se necesitan medidas de apoyo para ayudar a la incipiente recuperación económica. Por ello, la Comisión aboga por un renacimiento de la industria europea.

La crisis ha demostrado que las economías con un sector productivo fuerte han sido las que han superado más rápidamente las dificultades económicas, saliendo incluso fortalecidas.

Es necesario fortalecer la competitividad de la industria y las pymes europeas. Por este motivo, la Comisión se ha fijado el objetivo de aumentar la cuota del PIB generada por el sector manufacturero del 15,1 por 100 actual al 20 por 100 en 2020. Para alcanzar este ambicioso objetivo, en primer lugar, hay que desarrollar todo el potencial de nuestras pymes; deben beneficiarse al máximo del mercado interior; hay que facilitarles el acceso a la financiación; conseguir que las cargas administrativas no las ahoguen; que accedan a la innovación y que se internacionalicen.

El Consejo Europeo de marzo 2014 ha confirmado que reforzar la competitividad de la industria europea es una prioridad absoluta para las políticas de crecimiento y de empleo, insistiendo en la necesidad de integrarla en todas las políticas de la Unión Europea.

La nueva política industrial de la Unión es una política integrada. Solo será eficaz si otras políticas con

[9] Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones por un renacimiento industrial europeo /* COM/2014/014 final.

un impacto directo sobre la industria, las pymes y los negocios, se orientan en la dirección de nuestros objetivos industriales.

En 2011, la Comisión Europea presentó un plan de acción[10] para mejorar el acceso a financiación de las pymes, que se desglosaba en tres tipos de medidas: medidas presupuestarias, medidas normativas y medidas de información.

Hoy la mayor parte de estas medidas están siendo puestas en marcha o a punto de hacerse efectivas. De hecho, la Unión Europea destinara 150.000 millones de euros para apoyar a las pymes en los próximos siete años. ¿Cómo se reparte este dinero?

5. Facilitar el acceso a la financiación: medidas presupuestarias

a) COSME[11]

El «Programa a favor de la competitividad y las pymes» es el primer programa de la Comisión Europea dedicado exclusivamente a pymes. Estará dotado con 2.300 millones de euros.

COSME dedicará 2/3 partes de su presupuesto a instrumentos financieros para pymes: garantías y contragarantías y coinversiones en fondos de capital riesgo. COSME seguirá el modelo del programa CIP donde se ha podido ayudar a acceder al crédito a más de 300.000 pymes en Europa y que ha tenido un gran éxito en España donde, gracias a la cooperación de CERSA, hemos conseguido que uno de cada cuatro beneficiarios en Europa sea una pyme española.

Esperamos que el programa COSME pueda llegar a apoyar a más de 340.000 pymes a obtener créditos por valor de 22.000 millones de euros y a que más de 550 empresas obtengan acceso a fondos de capital riesgo por un importe de 4.000 millones. El apoyo de este programa va a suponer que cada año 40.000 empresas europeas puedan crear o mantener al menos 30.000 puestos de trabajo y una contribución al PIB europeo de 1.100 millones anuales.

El instrumento de deuda de COSME

COSME proporcionara un mecanismo de garantías de préstamos para la financiación mediante deuda a través de préstamos, préstamos subordinados y participativos o arrendamiento financiero. También será posible la titulización de las carteras de préstamos a pymes, a fin de movilizar más financiación mediante deuda para las pymes. Estas garantías tendrán como objetivo reducir las dificultades de financiación de las pymes viables para su crecimiento, sea por su riesgo supuestamente más elevado o la falta de garantías colaterales suficientes. Se financiarán proyectos hasta 150.000 euros. También se financiarán proyectos por encima del umbral cuando estos no cumplan con los requisitos de Horizonte 2020.

COSME: instrumentos de capital - fondos de capital riesgo

Este instrumento incentivará las inversiones privadas en pymes en las etapas de crecimiento para proyectos de expansión de su actividad o para internacionalizarse, y proveerá inversiones en todos los sectores industriales a través de instrumentos de capital riesgo y de fondos de inversión. Será posible la creación de fondos multietapas con los instrumentos de Horizonte 2020 para la fase de I+D+i y COSME para la fase de crecimiento.

b) Horizonte 2020[12]

Horizonte 2020 es el programa de investigación, desarrollo e innovación tecnológica de la Unión Europea.

[10] Communication from the Commission to the Council, to the European Parliament, to the Committee of the Regions, and to the European and Social Committee. An action plan to improve access to finance for SMEs {SEC(2011) 1527 final.

[11] http://ec.europa.eu/enterprise/initiatives/cosme/index_en.htm

[12] http://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/

Estará dotado con 80.000 millones de euros y va a incrementar su objetivo de participación de pymes desde el 15 al 20 por 100. Las convocatorias tendrán objetivos más amplios para facilitar el acceso de las pymes y se simplificará el acceso a los programas. Además, Horizonte 2020 presenta un nuevo y revolucionario concepto para favorecer la innovación: el instrumento especifico en favor de las pymes, dotado con 3.500 millones de euros.

Este instrumento pymes[13] se pondrá en marcha en tres fases. La primera fase permitirá la financiación hasta 50.000 euros de un estudio de viabilidad y tres días de *mentoring* para las pymes seleccionadas. La segunda fase permitirá la financiación de proyectos hasta 2.500.000 euros para actividades de demostración, prototipos y pruebas, y la tercera fase contemplará, sin financiación, medidas de apoyo al lanzamiento de mercado a través de la red europea de empresas.

La primera convocatoria para la primera fase de este instrumento presenta resultados interesantes para España, siendo el país con más proyectos seleccionados (39 de un total de 155).

Horizonte contará con 15.000 millones de euros para el bienio 2014-2015 y también contará con instrumentos financieros que funcionarán en estrecha coordinación con los instrumentos del programa COSME. Por ejemplo, en el caso de las garantías, Horizonte 2020 ofrecerá garantías para proyectos de carácter innovador por encima de los 150.000 euros.

c) Fondos estructurales[14]

Los fondos estructurales para el período 2014-2020 estarán dotados con 325.000 millones de euros, de los cuales 25.000 euros corresponderán a España.

Una novedad importante es que España ya no recibirá fondos de cohesión. El cambio de filosofía es importante: en función del grado de desarrollo de las regiones, una parte importante de los fondos recibidos tendrá que dedicarse a cuatro prioridades temáticas: el desarrollo de la I+D+i, las TIC, la economía baja en carbono y las pymes. Por ejemplo, Extremadura tendrá que dedicar el 40 por 100 del presupuesto a esas prioridades, mientras que para Andalucía y Cataluña esa parte será de 60 y 80 por 100, respectivamente.

Para ello los fondos estructurales cuentan con herramientas para que se desarrollen instrumentos financieros por la propia región como el JEREMIE[15] (acceso a la financiación). En España, JEREMIE está siendo utilizado por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y por las regiones de Cataluña y Andalucía y desde finales de 2013 también por Extremadura y Canarias, para proveer de acceso a la financiación a proyectos empresariales.

d) Progress[16]

El programa Progress ofrece micropréstamos a personas que se han quedado sin empleo y quieren crear su propio negocio o ampliar el que ya tienen, pero carecen de acceso a los servicios bancarios tradicionales. En España, el Instituto de Crédito y Finanzas de la Región de Murcia (ICREF) firmó, en enero 2012, el primer acuerdo español para el uso de este instrumento al que se ha sumado un segundo firmado con las Cajas Rurales del Mediterráneo.

El instrumento financiero Progress Microfinance, creado en 2010, cuenta con 100.000.000 de euros de la Comisión y otros 100 del BEI con lo que se espera poder poner a disposición de las empresas y empresarios microcréditos por importe de 500.000.000.

e) LIFE y LIFE+[17]

LIFE 2014-2020 contará con 3.100 millones de euros para ayudar a la transición a una economía

[13] http://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/h2020-section/sme-instrument
[14] http://ec.europa.eu/regional_policy/index_en.cfm
[15] http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/jeremie_en.cfm
[16] http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=836&langId=en
[17] http://ec.europa.eu/environment/life/

baja en carbón. Desde su lanzamiento, en 1992, LIFE ha financiado un total de 558 proyectos en España. De ellos, 321 se centran en innovación medioambiental, 228 en conservación y 9 en información y comunicación. Estos proyectos han supuesto un desembolso total de 916.000.000 de euros, de los cuales los fondos europeos han contribuido con 411.000.000.

f) Europa creativa[18]

El programa Europa Creativa contara con un presupuesto de 1.500 millones de euros, de los cuales 210.000.000 serán para instrumentos financieros. Estos serán específicos para pymes del sector audiovisual y cultural y serán más adaptados a sus necesidades y características que los instrumentos financieros del programa COSME.

g) *Connecting Europe* y los bonos para proyectos[19]

Este programa contará con un presupuesto de 33.000 millones de euros de los cuales se destinará el 10 por 100 a instrumentos financieros para financiar infraestructuras de transportes y de banda ancha. Estos instrumentos se ventilarán entre instrumentos de capital riesgo, fondos de inversión para pymes con un elevado potencial de crecimiento, garantías para intermediarios que dan préstamos para proyectos de infraestructuras, y varios tipos de convenios para compartir el riesgo con miras a incrementar el efecto de apalancamiento en proyectos de infraestructuras. El programa innovará con la posibilidad de crear bonos para proyectos. La Comisión estudiará la posibilidad de promover o expandir este instrumento en función de los resultados.

h) El papel del Banco Europeo de Inversiones en los fondos europeos

La Comisión europea delega al Banco Europeo de Inversiones (BEI), a través del Fondo Europeo de Inversión (FEI), la implementación de los fondos. El convenio para la delegación de los instrumentos financieros de COSME y Horizon 2020 se ha firmado en julio con el BEI. El 8 de agosto, el BEI ha publicado la convocatoria para la selección de las entidades financieras que a nivel local, en cada Estado miembro pondrán a disposición de las pymes y de otras empresas los instrumentos de financiación de sus proyectos.

Préstamos de BEI

Además de gestionar los instrumentos financieros de los fondos europeos, el Banco Europeo de Inversiones cuenta con sus propias herramientas de financiación. Durante la crisis, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) ha concedido préstamos a pequeñas y medianas empresas europeas por un total de 30.000 millones de euros. En 2012 el BEI recibió un incremento de capital de 10.000 millones de euros. Este incremento de capital va a permitir en los próximos tres años incrementar los créditos del BEI en hasta 60.000 millones de euros, que se convertirán en un monto total de inversiones finales de hasta 180.000 millones de euros en ese período.

i) La iniciativa pymes

En 2013, con el fin de aumentar el volumen de crédito a las pymes, el Consejo Europeo creó la iniciativa pymes, que contempla aunar recursos de los distintos fondos europeos y combinarlos para la creación de instrumentos financieros adicionales. En España, según informaciones recientes, se concretará en la aportación desde los fondos estructurales de 800.000.000 de euros repartidos entre 2014 y 2016. Según estimaciones, proporcionarían entre 3.200 y 4.000 millones de euros

[18] http://ec.europa.eu/programmes/creative-europe/index_en.htm
[19] http://ec.europa.eu/digital-agenda/en/connecting-europe-facility

de financiación adicional y beneficiarían entre 32.000 y 40.000 pymes.

6. Facilitar el acceso a la financiación: medidas normativas

Comunicacion sobre financiación a largo plazo de marzo 2014[20]

Con el fin de proponer medidas para favorecer inversiones a largo plazo que nos permitan retomar la senda del crecimiento y del empleo, este plan propone medidas en seis áreas principales:

— Movilizar fuentes privadas de financiación a largo plazo (a través de propuestas relativas al marco prudencial de los bancos y compañías de seguros, los regímenes de ahorro personal, de fondos de pensiones, …).

— Hacer mejor uso de la financiación pública (actividad de los bancos de fomento, crédito a la exportación)

— Desarrollar los mercados europeos de capitales (mercados secundarios para bonos de empresa, mercado de la titulización, …).

— Seguir mejorando el acceso de la pyme a la financiación (información sobre crédito, dialogo entre bancos y pymes, buenas prácticas…).

— Atraer financiación privada para infraestructuras a fin de conseguir los objetivos de Europa 2020 (aumentar la disponibilidad de información sobre planes de inversión y mejorar las estadísticas sobre préstamos en infraestructuras, …).

— Mejorar el marco para una financiación sostenible (gobernanza corporativa, implicación de los accionistas, propiedad de los empleados, …).

Esta comunicación completa el plan de acción de 2011 para facilitar el acceso a financiación y también presenta las medidas que ya se han adoptado y que detallo a continuación.

Directiva contra la morosidad[21]

La Directiva de lucha contra la morosidad es la medida estrella del trabajo realizado en la normativa.

Una de cada cuatro quiebras en Europa y una de cada tres quiebras en España son debidas a la morosidad. A finales de 2012, 350.000 millones de euros estaban en mora. Esto, aproximadamente, equivale a la totalidad de la deuda soberana de Grecia.

La Directiva 2011/7/EU de febrero de 2011 de retrasos en los pagos requiere que los poderes públicos paguen en un plazo de 30 días y fija un plazo máximo de 60 días para los pagos entre empresas. Esta Directiva es de obligada transposición y cumplimiento por los Estados miembros desde el 16 de marzo de 2013.

Somos conscientes de los esfuerzos que se han realizado en España en 2012 y 2013 a través de los planes de proveedores y del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), para regularizar las deudas y también los esfuerzos de control que se están realizando desde 2014. Se han reducido significativamente las deudas de la Administración central, sin embargo queda aún mucho por hacer a nivel autonómico o local.

Las autoridades públicas de toda Europa tienen que tomar conciencia de que una aplicación total y correcta de la Directiva aliviaría las cuentas de muchas empresas, quitándoles la presión de financiar la demora de los pagos provenientes del sector público, y reduciría de forma importante los problemas de liquidez de muchas empresas. Por lo tanto, la Comisión Europea ha decidido aplicar tolerancia cero y ha abierto procedimientos de infracción contra aquellos países que no han hecho una correcta aplicación de la Directiva.

[20] Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy /* COM/2014/0168 final */.

[21] Directiva 2011/7/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 2011, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

Acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión (BASILEA III, CRD IV y CRR)[22]

La Regulación y la Directiva relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión entraron en vigor en enero 2014. Esta nueva Ley establece requisitos prudenciales más exigentes, requiriendo que los bancos conserven suficientes reservas en capital y liquidez. Este nuevo marco hará a los bancos de la UE más sólidos, y fortalecerá su capacidad para gestionar adecuadamente los riesgos vinculados a su actividad y absorber las pérdidas que puedan generar sus negocios.

A nivel de pymes hemos conseguido que se introduzca un umbral para la aplicación de los requisitos prudenciales, de forma que se faciliten los préstamos hacia pymes y al mismo tiempo que el control prudencial sea proporcionado.

En España, cabe destacar la aplicación del mercado alternativo bursátil (MAB) y del mercado alternativo de renta fija (MARF). El MARF permitiría a 800 pymes españolas poder dinanciarse[23].

Solvencia II[24]

Los inversores institucionales, en particular las aseguradoras, son importantes inversores potenciales en fondos de capital riesgo. Por eso, la legislación relativa a los requisitos prudenciales, Solvencia II, es particularmente importante, primero para dar seguridad a este mercado, pero también porque puede originar dificultades administrativas que pueden frenar el desarrollo de este mercado.

La Comisión está revisando las medidas de puesta en aplicación de la Directiva Solvencia II que se aprobará dentro de poco. Las nuevas medidas establecerán requisitos cuantitativos, requisitos cualitativos para la gestión de riesgos y la supervisión y también los requisitos para la publicación de información.

La Comisión asegurará que las nuevas medidas tengan un tratamiento adecuado para las titulizaciones de alta calidad (HQS) tanto como para el capital riesgo, ambas siendo fuentes importantes de financiación para pymes.

Transparencia, abuso de mercado, folletos y MIFID II

También se han revisado las legislaciones relativas a la transparencia, a los abusos de mercado, a los folletos y a los mercados de instrumentos financieros (MiFID). El objetivo de estas revisiones es proteger al inversor, ofrecer más transparencia y dar más eficiencia a los mercados financieros. También se ha tenido en cuenta el interés de las pymes en estas revisiones, proponiendo en MiFID II una nueva subcategoría de mercados denominada «Mercados de pymes en expansión».

Pasaporte europeo de capital riesgo

Con el fin de ampliar las fuentes de financiación hemos creado el «pasaporte europeo de capital riesgo» para que los fondos de capital riesgo, que estén establecidos en un Estado miembro, puedan invertir en cualquier otro Estado miembro sin obstáculos ni exigencias suplementarias[25].

Fondos para el emprendimiento social[26]

La Comisión ha presentado un nuevo régimen de fondos de emprendimiento social europeos que

[22] http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation-in-force/index_en.htm

[23] http://axesor.es/noticias/2013/07/02/800-pymes-espanolas-financiar-gracias-marf-ofrece-rentabilidad-cerca-7.

[24] http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/index_en.htm

[25] Regulation (EU) No 345/2013 of 17 April 2013 on European venture capital funds

[26] http://ec.europa.eu/internal_market/investment/social_investment_funds/index_en.htm

permitirá que fondos de la Unión Europea se especialicen en este ámbito y se comercialicen en toda la UE bajo un distintivo específico.

Favorecer el desarrollo de fuentes alternativas de financiación

En Estados Unidos, el 80 por 100 de la intermediación financiera se hace a través de los mercados de capitales, mientras que en Europa es exactamente al revés: el 80 por 100 de la intermediación se hace a través del sistema bancario.

Estamos trabajando en un proyecto para favorecer la creación de redes europeas de *business angels,* y también hemos publicado una comunicación sobre como liberar el potencial de la micro financiación colectiva (o *crowdfunding*) en la UE.

7. Facilitar el acceso a la financiación: medidas de información

El papel de la red europea de empresas[27]

Es nuestra herramienta fundamental para ayudar a las pymes europeas. Cuenta con 600 organizaciones miembros distribuidas en 54 países[28].

Cada año esta red apoya a unas 185.000 pymes de media en áreas como acceso a programas de financiación europeos, cooperación tecnológica transfronteriza o protección de derechos de propiedad industrial en el extranjero.

Nuestro objetivo es que la red, manteniendo la calidad de los servicios que ya ofrece, tenga un papel aún más activo en apoyar el acceso a financiación de las pymes europeas a través de información y asesoramiento de las pymes de su región.

Las jornadas de información sobre la financiación

En 2013 y 2014, la Comisión organizó y organizará los días de información sobre el acceso a financiación. Estos eventos se desarrollan en toda Europa con el fin de proporcionar información sobre COSME y otros fondos europeos e instrumentos financieros. A principios de noviembre tuvo lugar un día especial de información en Madrid[29].

Nuevo portal de acceso a la financiación para pymes

Para facilitar el mayor conocimiento posible de los instrumentos a disposición de las pymes hemos creado un portal único de acceso a los fondos europeos: www.access2finance.eu

8. Conclusión

Las pymes son el motor del crecimiento económico y de la generación de empleo. Su combustible es la financiación, y en gran medida la financiación externa. Desde inicios de la crisis, el combustible se ha ido reduciendo año tras año. El motor se ha atrancado, incluso a veces se ha parado.

No podemos permitir que el entusiasmo de millones de empresarios se enfríe esperando la financiación que necesitan para llevar a cabo sus proyectos. Por ello, es preciso seguir actuando para que el combustible vuelva a alimentar el motor del crecimiento.

En estos años se han saneado las estructuras y las finanzas del sector público y del sector financiero. Esto nos ofrece disponer de una base más sólida para una mayor estabilidad y seguridad. Sin embargo, las medidas adoptadas no son suficientes para generar un crecimiento económico que permita crear empleo. El crecimiento que vivimos desde principios de 2013 es muy tímido.

[27] http://een.ec.europa.eu/
[28] En España 53.

[29] Más información en: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/eu-finance-days-for-smes/index_en.htm

La Comisión está convencida de la imperiosa necesidad de reactivar la industria y apoyar a las pymes. Respaldada por las conclusiones del Consejo Europeo de marzo 2014, que pone la competitividad de las empresas europeas en el centro de todas las políticas europeas, la Comisión Europea seguirá tomando medidas que favorezcan el crecimiento de las pymes, y ello empieza por facilitar el acceso a la financiación.

En este contexto los fondos europeos para el período 2014-2020 pueden jugar un papel decisivo. Es evidente que dichos fondos no van a poder cubrir todas las necesidades, pero están concebidos para ser punta de lanza de la recuperación.

La Comisión va más allá y seguirá trabajando para facilitar el acceso a financiación, reducir la dependencia de los préstamos bancarios, facilitar vías alternativas de financiación y también asegurar el acceso al crédito a largo plazo de las empresas.

Sin embargo no debemos incurrir en el error de la complacencia ante las medidas que se han tomado, ni siquiera porque existan señales de una leve recuperación económica. Ni ha muerto el crédito, ni tampoco ha resucitado. Solo podemos ver una leve mejora. El objetivo debe ser restablecer el nivel normal de financiación para la economía europea, y en particular para las pymes.

La Comisión Europea está plenamente comprometida en esta tarea con todas las partes interesadas, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones, los Estados miembros y los organismos de crédito, para seguir trabajando para impulsar la financiación de las pymes.

Las pymes han sido las víctimas de la crisis, pero deben ser los protagonistas de la recuperación y por eso nuestra responsabilidad es crear un ambiente favorable, estableciendo las condiciones necesarias para que así sea.

Referencias bibliográficas

[1] AXESOR (2013): 800 pymes españolas podrán financiarse gracias al MARF, que ofrecerá rentabilidades cercanas al 7%, 02 de julio de 2013, recuperado el 9 de septiembre 2014 en: http://www.axesor.es/noticias/2013/07/02/800-pymes-espanolas-financiar-gracias-marf-ofrece-rentabilidad-cerca-7

[2] BANCO CENTRAL EUROPEO (2012): Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro Area»; April 2014, recuperado el 27 de Agosto 2014 en https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html

[3] BANCO CENTRAL EUROPEO. (2012): Estadísticas del Banco Central Europeo, volúmenes de crédito a empresas no financieras, recuperado el 27 de agosto en http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?series_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2A.A.B.2.2240.EUR.N

[4] BANCO DE ESPAÑA (2013): Informe Anual Banco de España: recuperado el 28 de agosto 2014 en http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Informe_anual/

[5] BLANCHAR, C. (2014): Un año de búsqueda para Urbikes; artículo publicado en El País, domingo 10 de agosto 2014, p. 29, recuperado el 28 de agosto de 2014 en http://www.clipmedia.net/ficheros/2014/08_ago/d%C3%B1146.pdf

[6] COMISIÓN EUROPEA (2013): 'SMEs' Access to Finance Survey (SAFE); 2013, recuperado el 27 de agosto 2014 en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/index_en.htm

[7] COMISIÓN EUROPEA (2013): Regulation (EU) No 345/ (2013) of 17 April 2013 on European Venture Capital Funds, recuperado el 27 de agosto 2014 en: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0001:0017:EN:PDF

[8] COMISIÓN EUROPEA (2014): Helping Firms Grow, European Competitiveness Report, 2014; recuperado el 10 de septiembre 2014 en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/industrial-competitiveness/competitiveness-analysis/european-competitiveness-report/index_en.htm

[9] COMISIÓN EUROPEA (2014): Member States' Competitiveness, Performance and Implementation of EU Industrial Policy, (2013) Edition; recuperado el 27 de agosto 2014 en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/industrial-competitiveness/monitoring-member-states/index_en.htm

[10] COMISIÓN EUROPEA (2014): Reindustrialising Europe, Member States' CompetitivenessReport 2014, recuperado el 10 de septiembre 2014 en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/industrial-competitiveness/monitoring-member-states/index_en.htm

[11] COMISIÓN EUROPEA (2014): SBA Fact Sheet Spain; recuperado el 10 de septiembre 2014 en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/index_en.htm

[12] COMISIÓN EUROPEA (2014): Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones,

Por un renacimiento industrial europeo /* COM/2014/014 final, 2014; recuperado el 27 de Agosto de 2014. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/industrial-competitiveness/industrial-policy/communication-2014/index_en.htm.

[13] COMISIÓN EUROPEA (2014): Communication from the Commission to the Council, to the European Parliament, to the Committee of the Regions, and to the European and Social Committee An action Plan to Improve Access to Finance for SMEs {SEC(2011) 870 final, 2011; recuperado el 27 de agosto 2014 en: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/documents/index_en.htm.

[14] COMISIÓN EUROPEA (2014): COSME Program; recuperado el 28 de agosto 2014 en: http://ec.europa.eu/enterprise/initiatives/cosme/index_en.htm.

[15] COMISIÓN EUROPEA (2014): Horizon 2020; 2014; recuperado el 28 de agosto 2014 en: http://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/.

[16] COMISIÓN EUROPEA (2014): Horizon 2020, SME Instrument; Recuperado el 28 de Agosto 2014 en: http://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/h2020-section/sme-instrument

[17] COMISIÓN EUROPEA (2014): Regional policy; recuperado el 28 de agosto 2014 en: http://ec.europa.eu/regional_policy/index_en.cfm.

[18] COMISIÓN EUROPEA (2014): Regional policy, the funds, Jeremie; recuperado el 28 de agosto 2014 en: http://ec.europa.eu/regional_policy/thefunds/instruments/jeremie_en.cfm.

[19] COMISIÓN EUROPEA (2014): Progress Microfinance; recuperado el 28 de agosto en: http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=836&langId=en.

[20] COMISIÓN EUROPEA (2014): Life; recuperado el 28 de agosto en: http://ec.europa.eu/environment/life/.

[21] COMISIÓN EUROPEA (2014): Europe Creative; recuperado el 28 de agosto en: http://ec.europa.eu/programmes/creative-europe/index_en.htm.

[22] COMISIÓN EUROPEA (2014): Digital Agenda; recuperado el 28 de agosto en: http://ec.europa.eu/digital-agenda/en/connecting-europe-facility.

[23] COMISIÓN EUROPEA (2014): Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy /* COM/2014/0168 final */, recuperado el 25 de agosto 2014 en: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52014DC0168.

[24] COMISIÓN EUROPEA (2014): Directiva 2011/7/ue del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de febrero de 2011 por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, recuperado el 28 de agosto 2014 en: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/single-market-goods/fighting-late-payments/index_en.htm#h2-1.

[25] COMISIÓN EUROPEA (2014): Capital Requirements Regulation and directive – CRR/CRD IV, (2014), recuperado el 26 de agosto 2014 en: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation-in-force/index_en.htm.

[26] COMISIÓNEUROPEA(2014):SolvencyII,recuperado el 28 de agosto 2014 en: http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/index_en.htm.

[27] COMISIÓN EUROPEA (2014): Social Entrepreneurship Funds, recuperado el 27 de agosto 2014 en : http://ec.europa.eu/internal_market/investment/social_investment_funds/index_en.htm.

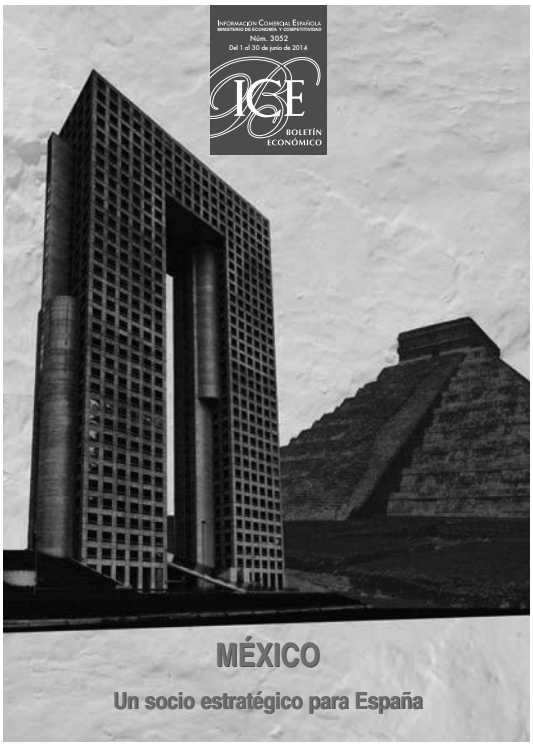
[28] COMISIÓN EUROPEA (2014): The Enterprise Europe Network, recuperado el 9 de septiembre 2014 en: http://een.ec.europa.eu/.

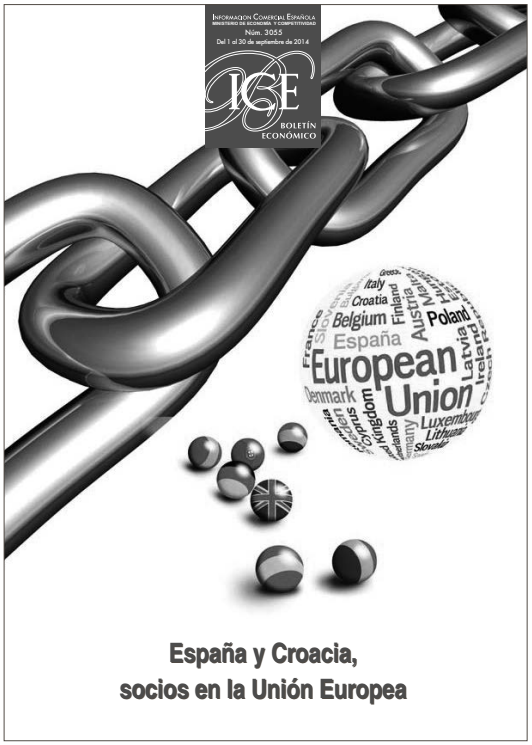
[29] COMISIÓN EUROPEA (2014): EU Access to Finance Days, recuperado el 16 de septiembre 2014 en: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/eu-finance-days-for-smes/index_en.htm.

[30] KAY, N.; MURPHY, G.; O'TOOLE, C. y O'CONNELL, B (2014): Do All Firms Have Equal Access to External Financing ? 29 June 2014, recuperado el 27 de agosto 2014 en http://www.voxeu.org/article/financial-markets-and-sme-investment-dearth.

[31] MARS, A. (2014): El crédito resucita para el pequeño empresario; artículo publicado en El País, domingo 10 de agosto 2014, p. 29, recuperado el 28 de agosto de 2014 en http://www.clipmedia.net/ficheros/2014/08_ago/d%C3%B1146.pdf.

ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS





www.revistasICE.com

Román Escolano Olivares*

LA BANCA PÚBLICA DURANTE LA GRAN RECESIÓN: EL CASO DEL INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL EN ESPAÑA

Entre 2007 y 2013, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) concedió préstamos por importe de más de 130.000 millones de euros, de los que el 70 por 100 fueron destinados a financiar la actividad de las pymes españolas a través de las Líneas de Mediación. Como resultado, el balance del ICO creció hasta situarse por encima de los 100.000 millones de euros a finales de 2013. La naturaleza contracíclica del ICO ha sido siquiera más evidente en los últimos dos años, en los que el Instituto también ha jugado un papel primordial en el diseño, creación y gestión del Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores (FFPP) así como, a través del lanzamiento de Fond-ICO Global, en la revitalización del mercado del capital riesgo en España. Sin embargo, los incrementos experimentados por el ICO, tanto en el balance como en la actividad total gestionada durante la Gran Recesión, no se han producido, ni mucho menos, a costa de un deterioro de sus principales ratios financieras. En este sentido, tres han sido los principios que han guiado la actuación del ICO en su condición de banco nacional de desarrollo de España: subsidiariedad, complementariedad y prudencia en la gestión de riesgos.

Palabras claves: *banca, instituciones financieras, Instituto de Crédito Oficial, España.*
Clasificación JEL: *G14, G21.*

1. Introducción

El Estado tiende a jugar un papel relativamente más importante en la actividad económica de aquellos países que se encuentran en fases tempranas de desarrollo económico. Sin embargo, a medida que un país avanza por la senda del crecimiento y de la industrialización, debe reducirse el peso del Estado en la economía y dejar paso a la iniciativa privada.

Esta regla general se aplica también al caso particular del sector financiero. En fases tempranas de desarrollo, donde los mercados financieros son poco sofisticados y la banca comercial se muestra claramente ineficiente e incapaz de intermediar adecuadamente entre ahorradores e inversores, la banca pública puede jugar un papel

* Vicepresidente responsable de Transporte del Banco Europeo de Inversiones (BEI) en Luxemburgo desde septiembre de 2014. Fue Presidente del Instituto de Crédito Oficial (ICO) en Madrid entre enero de 2012 y agosto de 2014.

de «creador de mercado», proporcionando financiación a aquellos sectores que todavía carecen de acceso a fuentes externas de recursos, catalizando la entrada de inversores y actores privados en la economía, y educando a los operadores que poco a poco vayan apareciendo en el mercado. Este era el caso de España a finales de los años setenta y principios de los ochenta, donde, con una renta per cápita en paridad de poder adquisitivo (PPA) de unos 7.400 dólares internacionales, similar a la que hoy tienen países como Argelia o El Salvador, tenía un sector financiero muy poco desarrollado, lo que se traducía en un peso del crédito total a hogares y empresas de apenas el 38 por 100 del PIB en 1980.

Hoy en día, tras el proceso de rápida convergencia económica experimentado por nuestro país a lo largo de las últimas cuatro décadas, y pese al impacto coyuntural que la reciente crisis ha tenido sobre nuestro nivel de producción, la realidad es que España es un país desarrollado, con una renta per cápita en PPA de más de 30.000 dólares internacionales, como Nueva Zelanda o Italia, y con mercados financieros suficientemente profundos como para haber alcanzado un volumen total de crédito a hogares y empresas de más del 140 por 100 del PIB en 2013 (y que llegó a ser del 176 por 100 en 2010)[1].

Es más, el desarrollo de los mercados financieros también ha permitido que el crédito bancario haya dejado de ser la única fuente de financiación de nuestro sector privado, tal y como era el caso hasta bien entrados los años noventa. Baste de ejemplo el caso de nuestro sector empresarial. No sólo el volumen de bonos emitidos por las empresas españolas representaba un 8 por 100 del PIB a finales del 2013 (frente al 4 por 100 en 1996), sino que los préstamos por parte de bancos no residentes representaban a finales del año pasado más del 33 por 100 del PIB (frente al 7 por 100 en 1996). En resumen, mientras que el volumen de financiación total a empresas en España se encontraba ligeramente por encima del 40 por 100 del PIB en 1996, el desarrollo de los mercados financieros y la creciente apertura económica de nuestra economía ha permitido que dicha ratio se situara a finales de 2013 por encima del 100 por 100 del PIB[2].

Por tanto, siendo la realidad social y económica actual de España tan diferente a la de 1980, es evidente que el papel que la banca pública debe jugar hoy en la economía española es fundamentalmente distinto al que jugaba durante los primeros años de nuestra democracia, cuando España era todavía una economía emergente. Hoy, el objetivo de la banca pública no debe ser el de tener el monopolio de una actividad específica ante la escasez estructural de iniciativa privada suficiente sino, muy al contrario, el de acompañar y complementar al sector privado ya existente, actuando de catalizador de la inversión privada adicional en el caso de que se produzcan «fallos del mercado» que afecten al normal suministro de crédito y financiación a determinados segmentos de nuestra estructura productiva.

En este sentido, tres son los principios que deben guiar la actuación de la banca pública en una economía avanzada: subsidiariedad, complementariedad y prudencia en la gestión de riesgos.

— El principio de subsidiariedad se refiere a que la banca pública debe restringir sus actuaciones a aquellos «huecos» que el sector privado no cubra ya; la naturaleza contracíclica tradicional de la banca promocional o de desarrollo, como es el caso del ICO en España, responde precisamente a este principio de intentar cubrir los espacios dejados por la banca comercial en determinadas fases del ciclo económico, mitigando el impacto que sobre la economía real puedan tener determinados procesos de ajuste.

— El segundo principio, de complementariedad, está íntimamente relacionado con el anterior y se refiere a la necesidad de que las intervenciones por parte de la banca pública tengan como objetivo el de catalizar, es decir,

[1] Los datos de renta per cápita en paridad de poder adquisitivo (PPA) proceden del Fondo Monetario Internacional (FMI). Los datos de crédito y PIB proceden, respectivamente, del Banco de España y de la Comisión Europea.

[2] Datos del Banco de España. La «financiación total» incluye préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera de balance, préstamos transferidos a la Sociedad de Gestión de Activos (SAREB), préstamos del exterior y valores distintos de acciones.

atraer recursos del sector privado que le permitan ir reduciendo su peso con el paso del tiempo.

— Finalmente, la banca pública debe evitar distinguirse de los bancos de titularidad privada por operar con unos criterios de gestión de riesgos relativamente más laxos. Precisamente por ser de titularidad pública y representar un pasivo contingente, implícito o explícito, para el Estado, la banca pública no sólo no puede convertirse en un foco de inestabilidad para el sistema financiero y las cuentas públicas, sino que, muy al contrario, debe erigirse en un ancla de estabilidad para el sistema en su conjunto. La principal ventaja competitiva de la banca pública debe ser su menor coste de financiación frente a la banca comercial, resultado de contar con la garantía del Estado en sus pasivos y, más concretamente, la capacidad para trasladar dicha ventaja financiera a la economía real.

2. Papel contracíclico del ICO en España

La crisis económica que hemos venido atravesando durante los últimos años, y que ahora toca a su fin, ha sido el reflejo del proceso de corrección de los desequilibrios tan importantes que nuestra economía acumuló durante la década anterior. El ajuste externo, con nuestra economía ha pasando de registrar unas necesidades de financiación del 10 por 100 del PIB, en 2007, a tener una capacidad de financiación del 2,1 por 100 del PIB, en 2013, se ha producido en paralelo al ajuste interno, con la inversión residencial cayendo desde niveles superiores al 12 por 100 del PIB, en 2007, a encontrarse ligeramente por debajo del 5 por 100 del PIB, la media de la zona euro en 2013. La rápida corrección de los desequilibrios en flujos está permitiendo la corrección, aunque lenta, del elevado nivel de apalancamiento acumulado por el sector privado español en la fase expansiva anterior a la crisis. Este proceso, aunque inevitable y ciertamente positivo para el medio y largo plazo, ha venido teniendo un impacto negativo sobre las condiciones de financiación de la economía y, como resultado, sobre la actividad económica general.

La progresiva desaparición de la percepción de un riesgo de ruptura en la zona euro permitió invertir en 2013 las dinámicas observadas en 2012, induciendo a la economía española a un círculo virtuoso. La gradual reducción de la fragmentación financiera y la mejora de las condiciones de financiación del Estado empezaron a trasladarse a la economía real en forma de una reducción de los tipos de interés de los nuevos préstamos a pymes, así como de una mejora de las condiciones aplicadas por la banca. Asimismo, en paralelo a la progresiva mejora de las perspectivas económicas, se observó un incremento de la demanda de crédito impulsada por las necesidades de financiación de inversión en capital fijo de las empresas. Como resultado, la mejora tanto de las condiciones de oferta como de demanda se ha traducido en un repunte del flujo de nuevos préstamos a pymes desde la segunda mitad del año, consistente con la ralentización observada durante el mismo período en el proceso de contracción del stock de la financiación total a empresas.

Los últimos dos años, aunque difíciles, han sido también años en los que el Gobierno ha acometido importantes reformas estructurales que ya están ayudando a mejorar el potencial de crecimiento y la posición competitiva de nuestra economía. De entre esas reformas, destacan muy especialmente las del mercado de trabajo, del sistema financiero y de las Administraciones Públicas. A nivel europeo, y en paralelo, se han realizado avances de primera magnitud en el diseño y puesta en marcha de la unión bancaria, con la entrada en vigor del Mecanismo Único de Supervisión (SSM, por sus siglas en inglés) tan pronto como noviembre de este mismo año.

En este contexto, el ICO ha mantenido una presencia activa en el sistema financiero español, ofreciendo una respuesta contracíclica a las necesidades de financiación de las empresas españolas y favoreciendo, por tanto, la reactivación del flujo de crédito antes comentado. En este sentido, entre 2007 y 2013, el ICO concedió préstamos por importe de más de 130.000 millones de euros. En términos de *stock*, dicha actividad crediticia se ha traducido en que el peso de los préstamos a empresas del ICO

sobre el volumen total de préstamos a más de un año por el conjunto del sistema financiero se situase en el 11,4 por 100 a finales de 2013, el máximo de la serie histórica, tras alcanzar apenas un 5 por 100 a finales de 2006.

Así, no es sorprendente que el ICO haya incrementado su balance en un 320 por 100 entre 2006 y 2013, alcanzando un volumen total de activos de más de 100.000 millones de euros a finales de 2013. En términos relativos, el peso del balance del ICO en el del conjunto del sistema financiero español habría escalado hasta el 3,5 por 100 en 2013, muy superior al 1 por 100 registrado en los años anteriores a la crisis, lo que coloca al ICO como el séptimo banco del país por tamaño de balance.

Para hacer frente a estas operaciones, el ICO ha acudido regularmente a los mercados de capitales, consolidándose como uno de los mayores emisores de renta fija del país. En este sentido, entre 2007 y 2013 el ICO emitió más de 110.000 millones de euros en bonos a medio y largo plazo, la mayor parte de los cuales fue colocado entre inversores extranjeros.

Asimismo, es importante resaltar que el crecimiento tan importante experimentado en los últimos años, tanto en el tamaño del balance como en la actividad gestionada, por el ICO no se ha producido, ni mucho menos, a costa de un deterioro de las principales ratios financieras. De hecho, una gestión prudente de nuestro balance, en línea con las mejores prácticas del mercado, nos ha permitido mejorar nuestras ratios de solvencia (del 14,5 por 100 en 2012 al 19,8 por 100 en 2013) y eficiencia (del 4,7 por 100 al 4,5 por 100 en la ratio de gastos de explotación sobre margen ordinario bruto), mientras hemos mantenido nuestras ratios de morosidad (5,3 por 100) y cobertura de la misma (132 por 100) en niveles ostensiblemente mejores que los del sistema financiero español en su conjunto.

3. Intensificación de la actividad internacional del Instituto de Crédito Oficial (ICO)

Durante los últimos dos años, el ICO ha intensificado sus relaciones tanto con organismos comparables en otros países como con diversos organismos multilaterales. Muestra de ello es la creciente actividad del Instituto en las principales asociaciones de las que forma parte, como el Club de Inversores de Largo Plazo (LTIC, por sus siglas en inglés), la Asociación Europea de Inversores de Largo Plazo (ELTI), la Red de Instituciones Financieras Europeas Orientadas a la Financiación de las pymes (NEFI) y la Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo (ALIDE).

Esta intensificación de la actividad internacional del ICO se ha traducido, hasta la fecha, en la firma de 13 nuevos acuerdos bilaterales de colaboración con 11 bancos de desarrollo de ocho países distintos (Alemania, Brasil, Colombia, Italia, Japón, Marruecos, México y Perú) y dos bancos multilaterales de desarrollo (Banco Interamericano de Desarrollo y CAF-Banco de Desarrollo de América Latina)[3]. Asimismo, por la parte del pasivo, los préstamos bilaterales procedentes tanto de organismos multilaterales (Banco Europeo de Inversiones, CAF y Banco del Consejo de Europa) como de instituciones extranjeras análogas al ICO (KFW de Alemania) han pasado a representar el 22 por 100 del total de recursos captados por el ICO en 2013, tras representar un 6 por 100 en 2012 y apenas un 3 por 100 entre 2009 y 2011.

En un período de costes de financiación particularmente elevados para los emisores españoles en general, este incremento del peso de los organismos multilaterales y otros bancos públicos nacionales en nuestra financiación nos ha permitido financiarnos en condiciones preferentes, a precios inferiores a los de los mercados de capitales, que hemos venido trasladando ágilmente a la economía real en forma de mayores volúmenes de financiación y plazos más largos.

4. Financiación a las pequeñas y medianas empresas

La importancia económica de las pymes es mucho mayor en España de lo que es no sólo en los EE UU

[3] Prevemos finalizar el año con, al menos, otros dos acuerdos bilaterales con dos bancos multilaterales de desarrollo.

sino también en el resto de la UE27. En este sentido, las pymes representan en España el 65 por 100 del valor añadido (frente al 58 por 100 de la UE27 o el 23 por 100 de EE UU) y el 75 por 100 del empleo total (frente al 67 por 100 en la UE27 o el 29 por 100 en EE UU)[4].

A la luz de la importancia económica de las pymes en nuestra economía y teniendo en cuenta las dificultades estructurales de financiación a las que estas se enfrentan, no es difícil comprender que sean ellas precisamente las principales destinatarias de nuestra financiación. En este sentido, casi el 70 por 100 de todos los préstamos concedidos por el ICO entre 2007 y 2013 (unos 95.000 millones de euros) se han llevado a cabo a través de las denominadas «Líneas de Mediación», que se articulan con las entidades de crédito y se dirigen a financiar los proyectos de inversión o las necesidades de liquidez de las empresas españolas, particularmente las de las pymes. La mediación es una fórmula que, desde su inicio hace ya más de 20 años, viene consolidándose como una de las más eficientes para la distribución de la financiación del ICO.

Las principales ventajas de la mediación frente a otras alternativas posibles son de cuatro tipos: menores precios, mayores volúmenes, mayores plazos y enfoque en las empresas de menor tamaño.

— En primer lugar, el ICO goza de la garantía explícita del Estado sobre todos sus pasivos[5], lo que nos ha permitido históricamente financiarnos a un coste relativamente más bajo que el de la banca comercial. En este sentido, el valor añadido del ICO pivota sobre nuestra capacidad para trasladar a la economía real dicha ventaja financiera, lo que se consigue mediante la combinación de acciones en dos sentidos: de una parte, trabajando con todas y cada una de las entidades de crédito españolas, lo que nos permite beneficiarnos de la elevada capilaridad de las mismas y facilita que nuestros recursos puedan financiar proyectos en cualquier localidad española; y de otra parte, no persiguiendo un objetivo de maximización de beneficios de modo que se optimice el traslado (*pass-through effect*) de la ventaja financiera del ICO al cliente final.

— En segundo lugar, la financiación del ICO puede tener también un impacto importante en volúmenes, especialmente en aquellos momentos en los que las entidades financieras tienen más dificultades para captar financiación en los mercados de capitales. En este sentido, sirvan de ejemplo los meses que van de abril a julio de 2012, que conforman el que probablemente ha sido el peor cuatrimestre de la reciente crisis financiera en España. Durante ese breve período, en el que ninguna entidad financiera ni empresa española fue capaz de emitir ni un solo bono en los mercados de capitales, el ICO proporcionó, sin embargo, 5.700 millones de euros para la financiación de pymes y autónomos. De hecho, dichos préstamos permitieron la financiación del 11 por 100 de los nuevos préstamos a pymes concedidos por las entidades financieras en ese período[6], unos préstamos que, dadas las condiciones del mercado en aquel momento, muy probablemente no se habrían podido conceder de no haber sido por la intervención del ICO.

— En tercer lugar, además de un impacto en precios y en volúmenes, la actividad del ICO favorece también la concesión de financiación a plazo. Continuando con el ejemplo anterior, los bancos españoles intentaron compensar el cierre de los mercados mayoristas de financiación con un mayor recurso a la financiación procedente del Banco Central Europeo (BCE)[7]. Sin embargo, mientras que el BCE ofrecía financiación a un plazo máximo de tres meses, el ICO ofrecía financiación a plazos de hasta 20 años, lo que facilitó la concesión de préstamos a plazo por parte de la banca comercial.

[4] Véase Comisión Europea (2013).

[5] Véase Art. 24.2 del Real Decreto 706/1999 de 30 de abril.

[6] El 11 por 100 resulta de dividir las disposiciones de las Líneas de Mediación del ICO en esos cuatro meses (abril – julio 2012) sobre los nuevos préstamos a empresas de menos de 1.000.000 de euros que, según el Banco de España (Boletín Estadístico, Tabla 19.21), las entidades financieras concedieron en ese mismo período.

[7] Con datos del Banco de España, la dependencia de las entidades financieras españolas respecto del BCE pasó del entorno de los 100.000 millones de euros, a finales de 2011, hasta el máximo histórico de 390.000 millones de euros, en agosto de 2012.

— Finalmente, y aunque los préstamos concedidos en el marco de las líneas de mediación pueden alcanzar un máximo de 10.000.000 de euros, la realidad es que el tamaño medio de los préstamos que la banca comercial concede con los recursos que el ICO le proporciona, es extremadamente pequeño. En este sentido, con datos de la primera mitad de 2014, el 51 por 100 de los préstamos de mediación tuvieron un tamaño inferior a los 25.000 euros (en media, unos 13.000 euros). Asimismo, el 63 por 100 de las operaciones y el 34 por 100 del volumen total concedido, tuvieron como contrapartida a microempresas, es decir, empresas con menos de diez empleados. En total, las pymes, definidas como empresas de menos de 250 empleados, han sido las principales destinatarias de las Líneas ICO, con el 98 por 100 de las operaciones y el 88 por 100 del volumen total concedido en la primera mitad de 2014.

5. Participación en el «Plan Proveedores»

En 2012 se puso en marcha el Plan de Pago a Proveedores, que inicialmente permitió el pago —sólo en ese año— de más de 5.000.000 de facturas a más de 135.000 proveedores de 14 comunidades autónomas (CC AA) y casi 4.000 ayuntamientos, con un volumen cercano a los 27.400 millones de euros (2,6 por 100 del PIB) en liquidez inyectada directamente en la economía real. Sucesivas ampliaciones del mecanismo en 2013 y la primera mitad del 2014 han permitido una inyección adicional de unos 14.500 millones, haciendo un total de casi 42.000 millones de euros en liquidez inyectada directamente en las empresas, principalmente pymes y autónomos, con facturas pendientes de pago por parte de las administraciones territoriales.

El ICO ha jugado un papel primordial en el diseño, creación y gestión de dicho esquema, no sólo contribuyendo con la financiación del 16 por 100 de los casi 42.000 millones en recursos captados e inyectados por el Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores (FFPP), sino también actuando como agente de pagos del mismo.

Asimismo, desde finales de 2012, el Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) ha facilitado también el pago de las deudas comerciales a aquellas CC AA sujetas a dicho mecanismo, lo que hasta la fecha se ha traducido en una inyección de liquidez adicional a la del FFPP de unos 18.000 millones de euros[8]. A este respecto, si bien el ICO no ha participado ni participa en la financiación del FLA, sí tiene encomendada la gestión de dicho vehículo.

Según los estudios teóricos realizados, las inyecciones de liquidez que tuvieron lugar en 2012, tanto por parte del FFPP como por parte del FLA, ambos canalizados a través del ICO, habrían amortiguado la contracción del PIB en aproximadamente un 1,2 puntos porcentuales y habrían evitado la destrucción de más de 170.000 puestos de trabajo[9]. Estudios posteriores sugieren que el impacto agregado de las sucesivas inyecciones de liquidez de estos dos vehículos desde su constitución en 2012 y hasta la primera mitad de 2014, se habría traducido en una menor contracción del PIB (de unos 3 puntos porcentuales), así como en la destrucción de unos 400.000 empleos menos[10].

6. Capital riesgo

Uno de los grandes problemas a los que se enfrentan nuestras empresas es la elevada dependencia que tienen respecto de la financiación bancaria. Ello se debe, en parte, al bajo desarrollo de mercados alternativos al bancario, como el del capital riesgo, que puedan facilitar la diversificación de fuentes de financiación por parte de las empresas españolas y, como resultado, reducir su dependencia de la banca comercial.

Con datos de 2012 de la Asociación Europa de Capital Riesgo (EVCA, por sus siglas en inglés), mientras que el capital riesgo, medido por volumen anual bruto de nuevas inversiones, representa un 0,26 por 100 del PIB en la UE28, apenas llega al 0,19 por 100 del PIB

[8] Datos a 30 de junio de 2014.

[9] Véase Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado 2013 (2012).

[10] Véase Europa Press (2014).

en España. Asimismo, si miramos al segmento del *venture capital*, las diferencias serían aún más llamativas, ya que el tamaño relativo del sector en España (0,01 por 100 del PIB) sería aproximadamente la mitad que en la UE28.

En línea con la observación anterior, el tamaño medio de los operadores del sector del capital riesgo en España, medido como la ratio del total de fondos bajo gestión sobre el número total operadores, es un 60 por 100 inferior al tamaño medio de los operadores en Europa. Así, mientras que en España los fondos existentes gestionan una media de 110.000.000 de euros, en Europa gestionan alrededor de 280.000.000. O dicho de forma distinta, mientras que el número de operadores del sector en España representa un 7,2 por 100 de todos los operadores del sector en Europa, los activos bajo gestión de los fondos españoles apenas llegan al 3 por 100. Todo ello sugiere que los operadores del mercado de capital riesgo en España son pequeños, lo que limita su alcance y capacidad de inversión bruta total.

Así, con el objetivo de ayudar a «crear mercado» de capital riesgo en España, el ICO lanzó en 2012 «Fond-ICO Global» (en adelante, Fond-ICO), un fondo de fondos gestionado por AXIS Participaciones Empresariales, la gestora de capital riesgo filial del ICO.

Fond-ICO está dotado con 1.200 millones de euros y tiene un horizonte de inversión de cuatro años. La velocidad con la que se desembolse el capital dependerá del apetito inversor, así como de las alternativas disponibles en el mercado en cada momento. Su principal objetivo es el de impulsar la financiación de proyectos que combinen innovación y emprendimiento, invirtiendo en compañías que se encuentren en cualquier fase de desarrollo. Además, aunque indirectamente, también se persigue la generación de empleo, la atracción de capital extranjero hacia España y el apoyo a la internacionalización de las empresas españolas.

El programa de inversión se ha instrumentado mediante la convocatoria sistemática de procesos de selección que cumplan los principios básicos de la «licitación pública» (publicidad, concurrencia, igualdad y transparencia), a los que pueden acceder todos aquellos que cumplan los requisitos de selección establecidos y anunciados previamente.

Hasta el momento de escribir estas líneas (septiembre de 2014), en las dos primeras convocatorias de Fond-ICO, el volumen total comprometido para invertir en España por los 14 fondos seleccionados asciende a los 1.325 millones de euros. Esta cantidad, que contrasta muy positivamente con los menos de 500.000.000 que los fondos nacionales fueron capaces de levantar en todo el año 2013, se espera que pueda traducirse en inversiones en unas 200 empresas a lo largo de los próximos años.

Según la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), «iniciativas como éstas son las que necesita nuestro país para apoyar la innovación, la investigación y desarrollo, y la creación y expansión internacional de nuestras empresas mediante alternativas distintas a la financiación bancaria. Fond-ICO Global es, sin duda, un caso de éxito de un esquema de cooperación público-privada en el sector del capital riesgo que permite a España estar en línea con otros países, que lo están desarrollando desde hace años con notable éxito como Israel, Reino Unido y Estados Unidos.»[11]

7. Oferta global exportación-importación

El sector exportador español ha jugado un papel crucial a lo largo de la crisis, primero compensando la debilidad de la demanda interna y ahora liderando el proceso de recuperación económica. Las ganancias en competitividad-precio, en buena parte deudoras de la reforma laboral aprobada por el Gobierno a principios de 2012, en un sector exportador especializado en tecnología media-alta, más competitivo en calidad que en precio, han hecho de nuestras exportaciones unos productos y servicios extremadamente competitivos.

El robusto comportamiento de nuestras exportaciones a lo largo de la crisis ha hecho que estas hayan pasado

[11] Véase ASCRI (2014).

de representar menos del 27 por 100 del PIB en 2007 a cerca del 35 por 100 del PIB en 2013[12], un peso que es superior al de los sectores exportadores de países de nuestro entorno tales como el Reino Unido, Francia o Italia. No es sorprendente, por tanto, que sea también el sector exportador quien esté impulsando la recuperación gradual de la inversión en bienes de equipo y maquinaria, en terreno expansivo desde principios de 2013, así como del empleo.

Para poder apoyar el proceso de rotación de la economía española hacia el exterior, el ICO ha diseñado un catálogo de productos sobre la base de tres líneas principales de actuación: en primer lugar, la financiación de inversiones que realicen las empresas españolas en el exterior; en segundo lugar, la financiación de exportaciones; y en tercer lugar, el lanzamiento de un programa de garantías y avales para empresas españolas que acudan a licitaciones internacionales.

Respecto a la primera de las líneas de actuación, la financiación de inversiones forma parte de la actividad tradicional del ICO, tanto a través de las Líneas de Mediación como de la participación en préstamos sindicados para el desarrollo de grandes proyectos de inversión ejecutados por empresas españolas en otros países. Adicionalmente, se ha adaptado y reorientado Fond-ICO Infraestructuras, para ampliar su área de actuación (inversiones en *equity*) a proyectos internacionales e incluso en moneda local.

La segunda de nuestras líneas de actuación es novedosa en la actividad del ICO, porque por primera vez intervenimos, junto con las entidades financieras colaboradoras, en la financiación de exportaciones. Comenzamos a mediados de 2012 con una línea de «Exportadores Corto Plazo», permitiendo a las empresas obtener liquidez mediante el anticipo de las facturas procedentes de su actividad exportadora. Posteriormente, en 2013, complementamos dicha línea con otra de «Exportadores Medio y Largo Plazo», un producto novedoso que permite financiar tanto crédito comprador como crédito suministrador, es decir, permite obtener financiación tanto a la empresa española que vende sus productos o/y servicios como a la empresa extranjera que los adquiere. Para las empresas españolas este producto supone un valor añadido y una ventaja competitiva ya que, conjuntamente con la oferta de sus productos o/y servicios, puede ofrecer también la financiación necesaria para la adquisición de los mismos. Además, la colaboración que mantenemos con determinados organismos multilaterales, como el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) o el Banco Europeo de Inversiones (BEI), nos permite ofrecer financiación en dólares.

Finalmente, también pusimos en marcha en 2013 un programa de Garantías Internacionales, destinado a apoyar a las empresas españolas que se presenten a grandes licitaciones o adjudicaciones internacionales.

Desde nuestro punto de vista, este catálogo de productos cubre las necesidades de financiación de las empresas que quieran salir al exterior, por la diversidad de instrumentos, la adecuación de las condiciones financieras y la oferta de préstamos en euros y en dólares. Se trata de un proyecto ambicioso, que se alinea con las mejores prácticas de financiación de las instituciones financieras públicas internacionales especializadas en «export-import».

8. Conclusiones: el impacto del instituto ICO durante la Gran Recesión

Aunque la actividad del ICO ha sido muy importante desde el inicio de la crisis, lo ha sido especialmente, tanto en cantidad como en calidad, desde principios de 2012. En este último período, el ICO ha sido capaz de inyectar en la economía española más de 142.000 millones de euros (14 por 100 del PIB)[13].

La mayor parte de esta cantidad, unos 100.000 millones (10 por 100 del PIB), habría sido inyectada en forma de financiación y liquidez en la economía real y, más concretamente, en las empresas, emprendedores

[12] Datos de la Comisión Europea.

[13] Datos de 1 de enero de 2012 a 30 de junio de 2014. PIB de 2013.

CUADRO 1

TOTAL NUEVO CRÉDITO Y FONDOS CAPITAL FINANCIADOS POR ICO *VERSUS* FINANCIADOS POR TERCEROS

Nuevo credito capital riesgo	2012		2013		2014*		Total	
Financiado por ICO								
Crédito pyme mediación	11.511		13.885		10.822		36.218	
Crédito d irecto (1)	1.477		565		63		2.105	
AXIS	27		200		248		475	
Otros	2.825	27.561	0	15.100	0	11.133	2.825	53.794
Crédito directo línea ICO-CCAA	5.334		0		0		5.334	
FFPP - Fase I y II	6.387		450		0		6.837	
Financiado por terceros y gestionado por ICO								
FFPP - Fase I, II y III.a y III.b	20.985		6.059		8.002		35.046	
FLA - Tramo III (proveedores)	6.753		6.991		4.319		18.063	
FLA -Tramo I y II (vencimientos)	9.903	37.936	15.931	29.796	7.895	20.667	33.729	88.399
FIEM, FONPRODE, CARI	295		335		34		664	
Fondos movilizados por AXIS	0		480		417		897	
Gran total nuevo credito y fondos de capital		**65.497**		**44.896**		**31.800**		**142.193**

NOTA: (hasta el 30 de junio). credito y activos movilizados «a través» DE ICO - 2012 - 2013 - 2014.
FUENTE: Disposiciones Financiación Corporativa, Cine, VPO, Minorista y Financiación Institucional disinta de Línea ICO-CCAA. 2012.

y autónomos españoles. De este volumen de recursos movilizados, mientras que el 45 por 100 habría sido financiado directamente por el ICO mediante su actividad de captación en los mercados de capitales y operaciones bilaterales de financiación con bancos multilaterales de desarrollo, el 55 por 100 restante habría sido financiado por terceros aunque gestionado y canalizado a través del ICO.

La consecuencia de las dinámicas anteriores es que, en términos de *stocks*, la actividad total gestionada por el ICO es muy superior a la actividad que se encuentra dentro de nuestro balance. Así, la actividad total gestionada creció en 2013 hasta los 155.889 millones de euros, un 18 por 100 más que en el 2012. Esta cantidad incluye no sólo el *stock* de créditos y avales en balance a finales del año pasado, sino también los fondos cuya gestión ha sido instruida al ICO, en su condición de Agencia Financiera del Estado, por parte del Gobierno. Entre dichos fondos se encuentran el Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores (FFPP) el Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), así como diversos instrumentos de apoyo al sector exterior tales como el Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE), el Fondo de Internacionalización de la Empresa (FIEM) y el Sistema de Ajuste Recíproco de Intereses (CARI). Además, a nivel consolidado, es importante tener en cuenta, y así lo hacemos en los cálculos anteriores, la actividad de AXIS Participaciones Empresariales, la Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGECR) filial del ICO (Cuadro 1).

En este sentido, para poder seguir sirviendo de apoyo al proceso de recuperación que la economía española inició en la segunda mitad del año pasado, el futuro del ICO debe pasar por profundizar en las líneas de actuación progresivamente pergeñadas a lo largo de estos últimos años. Así, por la parte del pasivo, el ICO seguirá incrementando el volumen de recursos captados a través de bancos multilaterales y otros bancos nacionales de desarrollo y, por la parte del activo, el Instituto centrará su actividad en cuatro frentes.

— En primer lugar, reforzando la actividad internacional del ICO, estrechando y abriendo nuevos campos de colaboración tanto con instituciones hermanas en otros países como con organismos multilaterales cuyos intereses puedan converger con los del ICO.

— En segundo lugar, y en línea con el anterior punto, convirtiendo la internacionalización y las exportaciones de la empresa española en el núcleo de la oferta de productos del ICO, comercializando una oferta de productos «export-import».

— En tercer lugar, consolidando el fuerte crecimiento experimentado en la financiación a pymes y autónomos a través de las Líneas de Mediación.

— Y en cuarto y último lugar, consolidando también la actividad del recientemente creado fondo de fondos de capital riesgo, Fond-ICO Global, como un producto global de financiación de operaciones de capital, cuasi-capital y deuda que sirva de catalizador para la creación de nuevos fondos de capital riesgo con capital mayoritariamente privado en España.

Todo ello, siempre operando bajo el riguroso cumplimiento de los tres principios que, como decíamos al principio del artículo, deben guiar la actuación de todo banco público: subsidiariedad, complementariedad y prudencia en la gestión de riesgos.

Referencias bibliográficas

[1] ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CAPITAL RIESGO (ASCRI) (2014): «Fond-ICO Global: un caso de éxito en la colaboración público-privada», 11 de julio de 2014: http://www.ascri.org/upload/ documentos/20140710_115315_424271229.pdf.

[2] COMISIÓN EUROPEA (2013): «Annual Report on European SMEs 2012/2013: A Recovery on the Horizon?», octubre de 2013: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2013/annual-report-smes-2013_en.pdf.

[3] EUROPA PRESS (2014): «El Plan de Pago a Proveedores y el FLA mantienen 400.000 empleos», 16 de julio de 2014: http://www.europapress.es/economia/macroeconomia-00338/noticia-economia-macro-gobierno-estima-plan-pago-proveedores-fla-permitido-mantener-400000-empleos-20140716133750.html.

[4] PROYECTO DE PRESUPUESTOS DEL ESTADO 2013 (2012): «Mecanismos Extraordinarios de Liquidez de las Administraciones Territoriales», pp. 260-262: http://www.congreso.es/docu/pge2013/LIBROAMARILLO2013.pdf.

María Luisa Poncela García*
Antonio Fernández-Martos Montero**

FINANCIACIÓN PÚBLICA PARA LA INTERNACIONALIZACIÓN E INNOVACIÓN DE LA PYME ESPAÑOLA

Vivimos en un mundo globalizado, donde prácticamente cualquier estrategia de desarrollo de una empresa, desde las primeras etapas, debería contar con el sector exterior como motor de crecimiento, estabilidad y generación de empleo. La innovación se integra como parte esencial de la estrategia de diversificación y desarrollo exportador de la empresa. Al objeto de proporcionar un apoyo integral, se han diseñado políticas de innovación, competitividad y desarrollo internacional que se articulan entre sí, ofreciendo estímulos, incentivos y ayudas financieras en todas y cada una de las fases por las que la empresa debe pasar en su internacionalización.

Palabras clave: *financiación pública, innovación tecnológica, empresas, internacionalización.*
Clasificación JEL: *F3, F5, G28.*

1. Introducción

En los últimos años, el sector exterior se ha constituido como motor de crecimiento, estabilidad y generación de empleo, siendo uno de los pilares fundamentales de la nueva estrategia de crecimiento económico para España. Para la empresa, la internacionalización es la principal oportunidad para maximizar beneficios, para la expansión y el crecimiento.

En un mundo globalizado y cada vez más exigente, la innovación se integra como parte de la estrategia de diversificación y desarrollo exportador de la empresa. No podemos apostar por competir solo en términos de costes, sino que debemos hacerlo también sobre la base de la novedad, la calidad, el diseño o la versatilidad.

La tecnología y el conocimiento juegan un papel multiplicador en la adquisición de ventajas competitivas, generando oportunidades a nuestras empresas en los mercados internacionales. La asimilación y generación de innovación son los factores que más han contribuido a la introducción de cambios en las empresas, a incrementar su competitividad y su capacidad para exportar.

* Secretaria General de Política Científica, Tecnológica e Innovación. Ministerio de Economía y Competitividad.
** Director General de Comercio e Inversiones. Ministerio de Economía y Competitividad.

Pero si el acceso a la financiación se presenta como uno de los mayores escollos para la gestión diaria de las pymes y para su crecimiento, la reciente crisis financiera ha convertido la financiación en un estrangulamiento que ha dificultado en muchos casos la pura subsistencia de las pymes.

Las pymes son por naturaleza y estructura menos rentables que las grandes empresas, y se ven obligadas a mantener proporcionalmente mayores saldos líquidos, de manera que su dependencia de las fuentes externas de financiación es mayor.

También ocurre que los balances de las pymes son menos informativos y en general la disponibilidad de información económica sobre ellas es menos abundante y fiable, con historiales crediticios más cortos. Por ello solo aquellas instituciones, los bancos, con una amplia capilaridad de su red y un contacto comercial continuo, están en condiciones de evaluar convenientemente y a un coste accesible el riesgo de crédito de las pymes.

El resultado es una fuerte dependencia de las pymes de la financiación bancaria. Si ya de por sí Europa se caracteriza por una mayor dependencia de la economía de la financiación bancaria, un 80 por 100 frente a un 20 por 100 en Estados Unidos[1], en el caso de las pymes esta dependencia las hace más vulnerables a un cambio que afecte a la capacidad o la disposición de los bancos a tomar riesgo de ellas, ya que las grandes empresas pueden acceder a otras fuentes de financiación, como la emisión de deuda, que incorporan unos costes de emisión no soportables por una pyme. Las otras fuentes de financiación de las pymes, crédito comercial, *leasing* o *factoring*, al depender fuertemente de la actividad económica se van a ver reducidas con la caída de la actividad.

Los análisis empíricos realizados revelan también que los bancos son más propensos a recortar o encarecer el crédito a sus clientes más dependientes[2], que la reciente crisis financiera ha ahondado la brecha entre el coste/obstáculos del/al crédito para las pymes y para las grandes empresas y que esa brecha se ha visto además incrementada en los países más afectados por la crisis. Aunque esta brecha se ha recortado recientemente, todavía podemos encontrar en la última encuesta sobre el acceso a la financiación de la empresa[3] (SAFE, por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo (BCE), que el porcentaje de peticiones de crédito fallidas se elevaba al 12 por 100 en las pymes, frente al 6 por 100 que correspondía a las grandes empresas, y la fragmentación del mercado financiero europeo se reflejaba en el hecho de que el «acceso a financiación» seguía siendo una grave preocupación para las pymes griegas (21 por 100), italianas (19 por 100) y españolas o portuguesas (18 por 100), frente a solo un 6 por 100 para las alemanas.

Esta situación ha sido oportunamente interpretada y ha llevado a diseñar políticas de innovación, competitividad y desarrollo exportador que se articulan entre sí, con el fin de ofrecer estímulos, incentivos y ayudas financieras que prestan un apoyo integral en todas y cada una de las fases por las que una pyme ha de pasar.

En febrero de 2013, a propuesta del Ministerio de Economía y Competitividad, el Consejo de Ministros aprobaba la Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020 y el Plan Estratégico de Internacionalización de la Economía Española 2014-2015, como instrumentos clave para impulsar la competitividad y mejorar el posicionamiento de España en el mercado internacional.

[1] Report of the High Level Group on SME and Infrastructure Financing, 11.12.2013 http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf

[2] ECB, financing integration in Europe, April 2014. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201404en.pdf

[3] Survey on the Access to Finance of small and medium-sized enterprises in the euro area. April 2014. http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201404en.pdf?da920468528300ff549d8cc95522eb81

2. La Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020

Esta Estrategia, que se incardina plenamente en los objetivos de crecimiento inteligente, sostenible e integrador de la Unión Europea, diseña las líneas maestras para aumentar la eficiencia de nuestro sistema de I+D+i, abordando por primera vez el recorrido completo en investigación, desarrollo e innovación, con un enfoque hacia la puesta en valor y explotación exitosa de nuevos conocimientos y desarrollos tecnológicos.

Esta Estrategia se articula a través del Plan Estatal de Investigación Científica, Técnica y de Innovación 2013-2016, que define cuatro programas o líneas de acción.

- El Programa Estatal de Fomento y Promoción del Talento y su Empleabilidad, como primer pilar de la estrategia, financia e incentiva la formación y especialización de los recursos humanos en I+D+i, facilitando la movilidad, tendiendo puentes entre el sector público y privado e impulsando la inserción laboral, para mejorar la absorción tecnológica de las empresas y el añadido proveniente del capital inmaterial. En una economía basada en el conocimiento, las personas pasan a ser un activo fundamental.

Así por ejemplo, programas como Emplea, cuya convocatoria 2014 ha financiado con 29.000.000 de euros la contratación de 285 tecnólogos en el sector empresarial, titulados superiores o con formación profesional de grado superior, o el programa Torres Quevedo, que concede ayudas a empresas y centros tecnológicos para la contratación laboral de doctores que desarrollen proyectos de investigación industrial. En breve se publicará una nueva convocatoria de doctorados industriales para financiar la formación de doctores en el sector privado y fomentar así la incorporación en este sector de personal altamente cualificado.

La presencia hoy de doctores en las empresas es todavía baja. En 2012, solo el 35,6 por 100 de los investigadores españoles trabajaban en el sector empresarial, más de diez puntos por debajo de la media UE28 y veinte del 59,5 por 100 del promedio 2011 de la OCDE.

Asimismo, para facilitar la contratación de investigadores en este sector, el pasado mes de junio se aprobaba Real Decreto 475/2014, sobre bonificaciones en la cotización a la seguridad social del personal investigador, por el que las empresas pueden bonificarse el 40 por 100 de las cuotas por contingencias comunes, y la Ley 14/2013, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, que reduce las barreras administrativas para la instalación de talento en nuestro país, estableciendo un procedimiento administrativo que facilita y agiliza la concesión del visado, en tan solo diez días hábiles.

- El Programa Estatal de I+D+i orientada a los retos de la sociedad, tiene como objeto el aprovechamiento por el sector empresarial del conocimiento generado por universidades y organismos públicos de investigación, impulsando los proyectos de desarrollo experimental realizados en colaboración entre centros de investigación y empresas. De esta manera, la investigación se orienta hacia la demanda para resolver los retos de la sociedad mediante el desarrollo de nuevos productos y servicios. Nuevas e importantes oportunidades de mercado surgirán derivadas de esta investigación. La convocatoria de Retos–Colaboración[4] 2014 concede, en subvenciones y créditos, un total de 267.000.000 de euros para prácticamente 1.500 proyectos en toda España, y la convocatoria Retos–Investigación 2014 un total de 216.000.000 de euros, también en subvenciones y créditos.

- El Programa Estatal de impulso al liderazgo empresarial en I+D+i, tiene por objeto impulsar la capacidad de ejecución de actividades de I+D+i por parte de las empresas. El principal agente financiador es el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) quien gestiona una amplia gama de ayudas, con nuevos y mejor adaptados instrumentos de financiación para empresas. En particular, en 2013 CDTI incrementó sus ayudas en un 21 por 100 respecto al

[4] En el momento de escribir este artículo, la convocatoria se encuentra en fase de resolución provisional.

año anterior, concediendo financiación por valor de 833.000.000, esperando superar los 1.000 millones de euros durante 2014.

Entre las distintas ayudas gestionadas por CDTI, merece mención el recientemente aprobado Programa CIEN, el cual financia grandes proyectos empresariales de investigación industrial y desarrollo experimental realizados por consorcios empresariales, con el objetivo de desarrollar una investigación planificada en áreas estratégicas de futuro y con potencial proyección internacional. Los consorcios los constituyen un mínimo de tres y un máximo de ocho agentes formados por empresas grandes, pymes y además, con objeto de fomentar la colaboración público-privada, el 15 por 100 del presupuesto total de cada proyecto debe ser subcontratado a entidades públicas de investigación.

En lo que respecta a la internacionalización, las Ayudas CDTI INNTERNACIONALIZA potencian la explotación internacional de los resultados de las actividades de I+D+i realizadas por empresas españolas, financiando las actuaciones derivadas de un plan estructurado de internacionalización, que puede incluir actividades de transferencia de tecnología y de adaptación a los requerimientos de mercados internacionales.

- El programa INNVOLUCRA incentiva la participación de entidades españolas en programas internacionales de cooperación tecnológica, entre ellas, ayudas a la preparación de propuestas comunitarias (APC), ayudas a la participación de ofertas a grandes instalaciones (APO); así como desarrolla un programa de Especialización de Gestores de proyectos de I+D+i en Bruselas

También concede ayudas para proyectos de I+D+i transnacionales, tanto multilaterales (Eurostars, Eureka e Iberoeka) como bilaterales (Canadá, Japón, China, Corea, India y Sudáfrica) permitiendo a las empresas españolas reforzar sus capacidades tecnológicas, ampliando al mismo tiempo el impacto de sus productos, procesos y servicios en los mercados globales.

La Línea Directa de Innovación Global CDTI financia proyectos de inversión en innovación e incorporación de tecnología innovadora para el crecimiento e internacionalización, permitiendo realizar las inversiones tanto en instalaciones ubicadas en España como en el extranjero, siempre que ello no suponga la deslocalización de las actividades generadoras de valor añadido que la empresa debe seguir desarrollando en España.

Las ayudas por deducción fiscal en I+D+i son, según las encuestas realizadas por la Confederación Española de Organizaciones empresariales (CEOE), las más valoradas por las empresas españolas. A diferencia de las ayudas que se conceden por concurrencia competitiva, la deducción fiscal queda asegurada en todo momento para el empresario e implica una mayor simplicidad administrativa. Se encuentran entre las más ventajosas de los países miembros de la OCDE, habiéndose mejorado con la incorporación del cheque fiscal, donde en caso de cuota íntegra negativa, la empresa puede optar por solicitar su abono en efectivo, siempre que haya transcurrido al menos un año sin haberse podido aplicar la deducción de I+D+i. También se ha mejorado el *patent box* para favorecer la colaboración y transferencia de resultados entre empresas. Se trata de una exención parcial de los ingresos derivados de la cesión de patentes y otros activos intangibles creados por las empresas. Además, se mejora en seguridad jurídica en la cuantificación del incentivo, al establecer la posibilidad de solicitar a la Administración un acuerdo previo de valoración. En la práctica, esta deducción puede significar recuperar prácticamente la totalidad del valor del activo intangible desarrollado.

Asimismo, se está potenciando la Compra Pública Innovadora, un instrumento que está muy desarrollado en países como Estados Unidos. La Administración Pública actúa desde la demanda, comprando productos y servicios innovadores que brindan un mejor servicio al administrado y, por otra parte, la empresa encuentra un mercado donde vender aquellos productos donde ha invertido en I+D+I, convirtiéndose la Administración en cliente de referencia que le puede servir para abrir otros mercados de difícil acceso. La Ley de

Contratos del Sector Público está adaptada a ello. Por ejemplo, se ha levantado la garantía para la Administración de que los productos y servicios deben estar bien desarrollados en el momento de la oferta. Con ello, la Administración se une a la empresa en compartir riesgos. Las actuales restricciones presupuestarias han limitado la capacidad de compra, sin embargo, el uso de Fondos Estructurales y de Inversión para Compra Pública Innovadora abre enormes posibilidades.

3. Los instrumentos de ayuda de la Unión Europea en materia de I+D+i

Los programas europeos son instrumentos idóneos para fortalecer la competitividad e internacionalización de nuestras empresas.

Existen dos grandes programas con incidencia en la I+D+i: los Fondos Estructurales y de Inversión Europeos, asociados a las Estrategias de Especialización Inteligente, que concentran recursos en un conjunto limitado de actividades de investigación e innovación, en los que las regiones pueden alcanzar ventajas competitivas; y Horizonte 2020, el Programa Marco para la Investigación y la Innovación en la Unión Europea para el período 2014-2020.

Horizonte 2020 cuenta con un presupuesto de aproximadamente 80.000 millones de euros para financiar iniciativas y proyectos de investigación, desarrollo tecnológico, demostración e innovación de claro valor añadido europeo. Supone un incremento presupuestario de aproximadamente el 30 por 100 con respecto al anterior Séptimo Programa Marco, y es el tercer presupuesto más importante de las políticas de la Unión Europea, tras la política agrícola común y la de cohesión.

Es un programa diseñado para maximizar las posibilidades de que los resultados de los proyectos lleguen a mercado. Ofrece un modelo de financiación privilegiado para la empresa: subvención, un 70 por 100 de los costes directos más 25 por 100 en costes indirectos. Entre otras cosas, reserva para pymes al menos el 20 por 100 del presupuesto total dedicado en Liderazgo de Tecnologías Capacitadoras e Industriales y Retos de la Sociedad, lo que equivale a más de 8.650 millones de euros.

El programa ofrece la posibilidad de colaborar y compartir conocimiento con las mejores instituciones y empresas europeas. Permite hacer I+D+i que de otra manera sería inalcanzable, tanto por presupuesto como por masa crítica, acceso a mercados y a redes de contactos.

En lo que refiere a Fondos Estructurales y de Inversión Europeos, España recibirá en el período 2014-2020 la cantidad de 28.560 millones de euros, siendo el país receptor más importante en la Unión Europea detrás de Polonia e Italia. La política de cohesión tiene más que nunca un enfoque hacia el logro de resultados de impacto socioeconómico, concentrando sus objetivos en cuatro áreas temáticas: la investigación y el desarrollo, las tecnologías de la información y las comunicaciones, apoyo a las pequeñas y medianas empresas y economía con bajas emisiones de carbono. De esta manera, la I+D+i se sitúa en el corazón de la política de cohesión de la Unión Europea, que vuelve a identificarla como la principal palanca para impulsar la economía.

4. El Plan Estratégico de Internacionalización de la Economía Española 2014-2015

El Plan Estratégico de Internacionalización de la Economía Española 2014-2015 es una iniciativa que incluye 41 medidas y seis ejes estratégicos para impulsar, a medio y largo plazo, la competitividad y la contribución del sector exterior al crecimiento de la economía y a la creación de empleo en nuestro país y coordina la actuación de todos los organismos e instrumentos públicos y la colaboración con el sector privado en este ámbito. El Plan ha fijado como uno de sus ejes de actuación el facilitar el acceso a la financiación por parte de la empresa española, y las medidas 14 a 23 se destinan a fomentar la financiación para la internacionalización.

De entre estas medidas citadas, varias de ellas buscan facilitar la financiación de las pymes:

— Medida 14: «Puesta en marcha de las cédulas y bonos para la internacionalización». Estos instrumentos financieros permitirán a las entidades financieras obtener liquidez de los créditos y préstamos para la internacionalización y de esta forma continuar el desapalancamiento en que aún se encuentran implicadas, sin restringir el crédito a las empresas y entre ellas a las pymes.

— Medida 15: «Potenciar la actividad de financiación de la inversión internacional y de la exportación de la empresa española por parte del ICO». El Plan ya indica que un objetivo prioritario es la distribución de la financiación de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIs) hacia la economía española con el consiguiente impacto en la mejora de los costes de financiación para las pymes.

— Medida 16: «Impulso a la actuación del Instituto de Crédito Oficial (ICO) como catalizador de la inversión de capitales extranjeros a través de FOND-ICO Global». FOND-ICO Global es un fondo de fondos público de capital riesgo, el primero que se crea en España, dotado con hasta 1.200 millones de euros, para promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que inviertan en empresas españolas.

— Medida 17: «Facilitar el acceso a avales y garantías para operaciones de internacionalización», destacando aquí la línea de avales para pymes y «midcaps» de la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE), dotada con 100.000.000 de euros.

— Medidas 18 y 19: «Elaboración de un programa de gestión de los instrumentos de ayuda externa de la UE y creación de una línea FIEM-Facilidades UE», con el objeto de incrementar la participación de las empresas españolas, incluidas las pymes, en los fondos que la UE destina a su acción exterior. Más adelante nos extenderemos sobre esta medida y su implementación.

— Medida 20: «Aprobación de Líneas pyme con cargo al Fondo de Internacionalización de la Empresa (FIEM) para facilitarles el acceso a este fondo de financiación». Estas líneas ya están funcionando para determinados mercados. En la medida 20 se mencionan también otras acciones con cargo al FIEM dirigidas a las pymes, como la puesta en marcha de una guía operativa para facilitar su conocimiento y comprensión para las pymes y que incentivará el efecto arrastre de los grandes proyectos.

— Medida 22: «Aumentar el número de empresas beneficiarias de los fondos de internacionalización, flexibilizando los instrumentos que gestiona COFIDES». Estos fondos a los que se refiere la medida son los fondos FIEX y FONpyme.

5. El apoyo financiero público a la internacionalización de la pyme

Como hemos indicado más arriba hay, pues, clara conciencia de la necesidad de reducir la dependencia de la pyme de la financiación bancaria y también de la necesidad de proporcionar al sector bancario fuentes de financiación adicional y de coste menor para su uso en la financiación de la internacionalización de la pyme.

Es en este contexto que se encaja la financiación pública para la internacionalización, y que, como vamos a ver, se inserta en todas y cada una de las fases por las que una pyme ha de pasar en su proceso de internacionalización.

Así, en el proceso de iniciación a la exportación de la pyme el programa ICEX/NEXT ofrece financiar hasta 12.000 euros en su proceso de proyección internacional, además de asesoramiento en su internacionalización.

Los nuevos exportadores también encontrarán una fuente de financiación no bancaria en el Fondo de Apoyo a Empresas de CESCE, que mediante el descuento de facturas o *factoring* ofrece una respuesta rápida y a un tipo muy competitivo.

Los exportadores que precisan financiar sus ventas a menos de dos años pueden acudir a las líneas

de mediación del ICO, que son aquellas líneas de crédito en las que el ICO proporciona financiación a las entidades financieras establecidas en España, en condiciones muy favorables en coste y plazo de amortización, para que lo usen a su vez en la financiación de operaciones finalistas en sectores o a beneficiarios que cumplan determinadas condiciones (es decir pymes), debiendo trasladar al beneficiario final del crédito o préstamo una parte sustancial de dichas condiciones favorables. Es la entidad financiera la que evalúa y asume el riesgo del eventual crédito.

En concreto la Línea ICO Exportadores Corto Plazo 2014, permite a los exportadores anticipar las facturas que tengan un vencimiento no superior a 180 días, a contar desde la fecha de la firma de la operación.

En ciertos casos las pymes exportadoras se encuentran con que la entidad financiera a la que solicitan financiación les exige garantías que su reducido patrimonio no les permite ofrecer. En ese caso pueden dirigirse a las Sociedades de Garantía Recíproca, o a su asociación, SAECA, ya que tanto el ICO, con su línea ICO Garantía SGR/SAECA 2014, como el ICEX, que ha firmado un acuerdo con la Compañía Española de Reafianzamiento, SA —CERSA—, adscrita a la Dirección General de la Pequeña y Mediana Empresa (DGPYME), persiguen facilitar el acceso de las pymes a la financiación de sus proyectos en el exterior a través del Sistema Español de Garantías Recíprocas. Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGRs) otorgarán avales y garantías a favor de las empresas frente a los bancos, cubriendo el 50 o 100 por 100 de las operaciones de internacionalización. Las SGRs serán a su vez afianzadas por CERSA hasta un 75 por 100. En el caso de avales técnicos el refianzamiento es al 50 por 100.

Cuando se trata de participación en licitaciones internacionales, el ICEX apoya la participación de pymes españolas en proyectos en el exterior mediante la financiación de parte de sus gastos de preparación, presentación y seguimiento de ofertas técnicas en concursos o licitaciones internacionales, o de los asumidos por otras empresas españolas que no sean pequeñas y medianas pero en proyectos con claro arrastre exportador.

Cuando se trata de avales y garantías en el exterior, CESCE ofrece por cuenta del Estado una línea de fianzas para pymes y empresas no cotizadas. Esta línea está concebida para aquellas empresas que son técnicamente solventes, emplean a un buen número de trabajadores y se han lanzado al exterior buscando nueva contratación que les permita el mantenimiento de su actividad y el primer obstáculo que se encuentran es la insuficiencia de líneas de avales.

Mediante la contratación de esta póliza, la entidad emisora del aval asegura el riesgo de que en caso de ejecución del mismo, el crédito que surge a su favor frente al exportador resulte impagado.

El ICO cuenta también con una Línea de Mediación de Garantías Internacionales, mediante la cual el ICO concede una garantía bancaria a operaciones previamente garantizadas o contragarantizadas por entidades de crédito españolas, asumiendo el ICO el riesgo de estas entidades. El 100 por 100 del riesgo con las empresas es asumido por la entidad de crédito española.

El ICO completa su oferta en este área con un programa de Garantías ante Instituciones Financieras Internacionales. Este programa se ha creado con el fin de aprovechar el potencial ofrecido a las empresas españolas por distintos bancos multilaterales e instituciones financieras internacionales, bien como financiadores, bien como garantes de alta calidad. Con el Real Decreto Ley 8/2014, de 4 de julio, se ha habilitado al ICO para emitir garantías y avales ante instituciones financieras internacionales, que gozarán frente a terceros de la garantía directa, explícita, incondicional e irrevocable del Estado español. Este programa de garantías contará con una duración inicial de un año y tendrá una dotación máxima para ese período de 1.200 millones de euros.

Cuando las pymes en su proceso de crecimiento e internacionalización precisan de un socio dispuesto a compartir con ellas el riesgo de la expansión —capital-riesgo— pueden acudir a la Compañía Española de Financiación al Desarrollo (COFIDES). El riesgo de

cada proyecto ha de compartirse entre el promotor y COFIDES, donde ambas partes aportan conjuntamente un volumen de recursos necesarios para la inversión ligada a un proyecto de internacionalización.

COFIDES ofrece participaciones en el capital de la empresa que se crea en el país receptor: siempre minoritarias, transitorias y con pacto de recompra con el inversor español. También ofrece instrumentos próximos al cuasi-capital; préstamos de coinversión (con remuneración ligada a los resultados del proyecto) subordinados o participativos y por último préstamos a medio y largo plazo a la empresa que se crea en el país receptor o al inversor español así como préstamos multiproyecto, con plazos relacionados con el período de retorno previsto para el proyecto, normalmente entre tres y diez años y períodos de carencia amplios en los primeros años de vida del proyecto.

COFIDES también gestiona FONPYME, que es un fondo fiduciario dotado con recursos presupuestarios del Estado dirigido a financiar a medio y largo plazo, a través de participaciones en capital o instrumentos próximos al cuasi-capital, proyectos de inversión en el exterior en los que exista algún tipo de interés español y que estén promovidos por pequeñas y medianas empresas. Está dotado con 10.000.000 de euros en 2014. El Real Decreto del 4 de julio de 2014 ha flexibilizado el FONPYME, en concreto, se amplían las posibilidades de actuación de COFIDES a través de FONPYME al autorizar, por un lado, las participaciones temporales y minoritarias directas en el capital social de empresas españolas para su internacionalización, así como la participación en aquellos vehículos o fondos de capital expansión con apoyo oficial o fondos de inversión privados que fomenten la internacionalización de la empresa o de la economía española.

COFIDES y el ICEX han creado un programa conjunto, «Pyme-Invierte», con dos líneas, «Inversiones Productivas» e «Implantación», en las que la pyme recibe del ICEX asesoramiento en la preparación del proyecto, de COFIDES financiación para su ejecución, y posteriormente del ICEX-Oficinas Económicas y Comerciales de la Secretaría de Estado de Comercio, el asesoramiento para profundizar en la inversión o implantación.

Otra fuente de capital riesgo abierta a las pymes que desean internacionalizarse es AXIS Capital Riesgo, una gestora de capital riesgo participada al 100 por 100 por el ICO. De su actividad de financiación dirigida a las pymes destaca Fond-ICOPYME, con una dotación de 250.000.000 de euros y como objetivo apoyar a las empresas en sus planes de expansión, con financiación y visión a largo plazo de los negocios, desde las de reciente constitución a las consolidadas de tamaño mediano. Fond-ICOPYME tiene una cartera de 26 compañías (40.000.000 de euros en capital y 45.000.000 en préstamos participativos) y 20 participaciones en otras entidades de capital riesgo (26.000.000 de euros).

Las pymes que precisen para sus proyectos financiación a medio y largo plazo cuentan con fuentes de financiación pública dependientes de la Secretaría de Estado de Comercio, como el Fondo para la Internacionalización de la Empresa (FIEM), que ofrece financiación a operaciones de exportación e inversión. También tienen una línea especial para la exportación o internacionalización de servicios. Ofrece recursos a través de cuatro modalidades de financiación: concesional, reembolsable para exportación y llave en mano, reembolsable para inversión y EVATIC, que es una línea de financiación reebolsable para estudios de viabilidad, asistencia técnica, ingeniería y consultoría. El límite anual de aprobaciones para el año 2014 es de 500.000.000 de euros.

Las pymes reciben un trato especial en el FIEM a través de líneas específicas, como las firmadas con Túnez (por 25.000.000 de euros) y Egipto (por 20.000.000 de euros), pero la presencia de la pyme no se limita a dichas líneas, habiendo otras operaciones financiadas por el FIEM con pymes como suministradores. Tampoco hay que olvidar el fuerte impacto indirecto de arrastre que generan, en muchos casos, las operaciones con empresas de mayor tamaño y que es uno de los objetivos buscados por el FIEM.

La EVATIC son los antiguos fondos FEV. Es una línea de financiación, de carácter reembolsable, destinada a financiar la contratación de estudios de viabilidad, asistencias técnicas, ingenierías y consultorías.

La Secretaría de Estado de Comercio también es responsable del Convenio de Ajuste Recíproco de Intereses (CARI), aunque su gestión, como la del FIEM, la lleva a cabo el ICO como agente financiero del Estado. El CARI es un sistema oficial de apoyo financiero a las exportaciones de bienes y servicios españoles, mediante el cual se incentiva la concesión, por parte de las entidades financieras, de créditos a la exportación a largo plazo (dos o más años) y a tipos de interés fijos. La entidad financiera firma con el ICO un contrato de *swap* o intercambio de intereses, gracias al cual puede ofrecer a sus clientes financiación a un tipo fijo, relativamente bajo, teniendo asegurado su coste de fondeo durante toda la vida del crédito.

Para la exportación a medio y largo plazo el ICO ofrece como líneas de mediación (fondeando a los bancos) la línea ICO Internacional 2014, donde la financiación podrá destinarse a: *i)* liquidez: necesidades de circulante; *ii)* inversiones productivas fuera de territorio nacional, con un importe máximo por cliente y año de 10.000.000 de euros o su contravalor en dólares, en una o varias operaciones. También ofrece la Línea ICO Exportadores Medio y Largo Plazo 2013/2014 donde la financiación se podrá destinar a: *i)* crédito suministrador; *ii)* crédito comprador, con un importe máximo por cliente de 25.000.000 de euros o su contravalor en dólares, en una o varias operaciones.

Las operaciones de exportación con crédito a medio y largo plazo precisan en muchos casos de un seguro, y es CESCE la encargada del Seguro por Cuenta del Estado[5].

CESCE asegura riesgos comerciales (plazos iguales o superiores a 24 meses), políticos y extraordinarios por cuenta del Estado, mediante las siguientes pólizas: de crédito comprador, crédito suministrador, seguro de obras y trabajos en el exterior, seguro a fiadores por riesgo de ejecución de fianzas, seguro a exportadores por riesgo de ejecución de fianzas, seguro de operaciones de compensación, póliza de garantías bancarias, seguro de operaciones de *project-finance*, seguro de inversiones en el exterior (para inversores), seguro de inversiones en el exterior (para financiadores) y seguro para estudios de viabilidad.

Para proporcionar a las entidades financieras nuevos fondos para la internacionalización, por Real Decreto del 4 de julio de 2014 se ha aprobado el reglamento de las cédulas y los bonos de internacionalización. Estos instrumentos, cuya garantía son los créditos a la exportación y la internacionalización, son títulos emitidos por entidades financieras que pagan un interés y que tienen como garantía dichos créditos; es decir, su activo subyacente o garantía son aquellos créditos de apoyo a la exportación e internacionalización de la empresa española.

Con este instrumento, las entidades de crédito van a tener un incentivo a proporcionar nuevos créditos para financiar la exportación e internacionalización de empresas españolas y que puedan más tarde utilizar como garantía de emisión de bonos y cédulas.

6. Los instrumentos de acción exterior de la Unión Europea

Una parte (creciente) de la ayuda externa de la UE se canaliza a través de ocho facilidades geográficas. En estas facilidades la Comisión Europea busca la mezcla o *blending* de sus donaciones con los préstamos de instituciones financieras internacionales —IFIs— o instituciones financieras públicas de los Estados miembros —conocidas como bilaterales—.

[5] La posible pérdida de la participación mayoritaria del Estado en el capital de CESCE se ha cubierto mediante la regulación de las responsabilidades de un ente gestor a través de la Ley 8/2014, de 22 de abril, sobre cobertura por cuenta del Estado de los riesgos de la internacionalización de la economía española.

El objetivo es conseguir un apalancamiento financiero mayor y aprovechar la experiencia y capacidad de estas instituciones financieras.

Las IFIs y bilaterales que deseen presentar proyectos para recibir el apoyo financiero de la facilidad correspondiente, necesitan ser dadas de alta o acreditadas en el comité correspondiente y pasar una auditoría o evaluación de sus procedimientos que garantice a la Comisión Europea, que están capacitadas para gestionar fondos UE.

El Plan Estratégico de Internacionalización de la Economía Española 2014-2015 incorpora la medida 19: «Creación de la Línea FIEM-Facilidades UE», con una dotación inicial de 50.000.000 de euros. La citada medida ya menciona a COFIDES como la institución en la que se apoye el FIEM para la gestión de dicha línea.

Para conseguir el objetivo de una mayor participación de las empresas españolas en la ayuda externa de la Unión Europea y dar cumplimiento tanto a la Ley 14/2013 como al Plan Estratégico, se han previsto los siguientes pasos:

— Solicitar la acreditación de COFIDES ante la UE como institución financiera bilateral española para que participe en las reuniones de financiadores de las facilidades.

— Iniciar el proceso de su evaluación para que COFIDES pueda actuar como institución delegada para la gestión de fondos comunitarios en régimen de gestión indirecta.

— Asegurar una capacidad de cofinanciación de proyectos de interés para España mediante la creación de una línea específica del FIEM para las facilidades europeas, no ligada (en consonancia con las otras contribuciones bilaterales) y dotada con 50.000.000 de euros.

El paso número uno ya se ha completado mediante la colaboración de la Secretaría de Estado de Comercio, la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa y la Secretaría de Estado para la Unión Europea del MAEC. En sendas cartas (14 de marzo de 2014 y 22 de julio de 2014) del Representante Permanente ante la UE se ha solicitado: *i)* la acreditación de COFIDES para participar en las facilidades tuteladas por la DG de Cooperación y Desarrollo —DEVCO— y la tutelada por la DG Ampliación; *ii)* el inicio del proceso de evaluación para que COFIDES pueda gestionar fondos de la Acción Exterior de la UE. En la actualidad COFIDES está ya participando en los comités técnicos de las principales facilidades Unión Europea.

El paso número dos, el proceso de evaluación de COFIDES, se ha iniciado ya, tras la comunicación de la Comisión Europea a COFIDES de considerarla apta para su evaluación y el envío de las instrucciones para la gestión del proceso con alguna de las compañías de auditoría seleccionadas por la Comisión.

El paso número tres, la aprobación de una línea específica de 50.000.000 de euros con cargo al FIEM, está en proceso de tramitación.

Con esta medida se cubrirá el hueco existente en nuestro sistema de apoyo financiero a la internacionalización, de manera que las empresas españolas, y entre ellas las pymes, tengan un mejor acceso a los proyectos financiados por la acción exterior de la Unión Europea.

Referencias bibliográficas

[1] BANCO CENTRAL EUROPEO (2014): ECB, Financing Integration in Europe, April 2014. Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope201404en.pdf.

[2] BANCO CENTRAL EUROPEO (2014): Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro Area. April 2014. Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201404en.pdf?da920468528300ff549d8cc95522eb81.

[3] COMISIÓN EUROPEA (2012): Guía Práctica sobre Procedimientos Contractuales. Recuperado el 15.09.2014 en: http://ec.europa.eu/europeaid/prag/document.do?locale=en.

[4] COMISIÓN EUROPEA (2013): Innovation Union Scoreboard 2014. Recuperado el 15.09.2013 en: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/ius/ius-2014_en.pdf.

[5] COMISIÓN EUROPEA (2013): Research and Innovation Performance in EU Member States and Associated Coun-

tries 2013. Recuperado el 15.09.2013 en: http://ec.europa.eu/research/innovation-union/pdf/state-of-the-union/2012/innovation_union_progress_at_country_level_2013.pdf.

[6] COMISIÓN EUROPEA (2014): Development and Cooperation-EuropAid; Recuperado el 15.09.2014 en http://ec.europa.eu/europeaid/general_en.

[7] COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN PARA EL DESARROLLO, COFIDES (2012): Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.cofides.es/index.php?id=24.

[8] COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE REAFIANZAMIENTO (2014): Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.cersa-minetur.es/seccion/avales-para-pymes/linea-ico-garantia-sgrsaeca-2014.

[9] COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE SEGURO DE CRÉDITO A LA EXPORTACIÓN (2012): Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.fondoapoyoaempresas.com/.

[10] ICEX España Exportación e Inversiones (2013): Orientación sobre Financiación. Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/financiacion-para-la-internacionalizacion/otra-informacion-financiacion/index.html.

[11] ICEX España Exportación e Inversiones (2014): Financiación según fase y necesidad. Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.icex.es/icex/es/navegacion-principal/todos-nuestros-servicios/financiacion-para-la-internacionalizacion/financiacion-segun-fase-y-necesidad/index.html.

[12] INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL (2013): Catálogo Internacional, recuperado el 15.09.2014 en: http://www.ico.es/web/ico/catalogo-internacional.

[13] KOMMUNALKREDIT PUBLIC CONSULTING: EU Regional Blending Facilities (2012): Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.blending-ps.eu/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=8&Itemid=435.

[14] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (2012): Secretaría de Estado de Investigación, Desarrollo e Innovación Estrategia Española de Ciencia y Tecnología y de Innovación 2013-2020. Recuperado el 15. 09.2014 en: http://www.idi.mineco.gob.es/stfls/MICINN/Investigacion/FICHEROS/Estrategia_espanola_ciencia_tecnologia_Innovacion.pdf.

[15] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (2012): Secretaría de Estado de Investigación, Desarrollo e Innovación; Plan Estatal de Investigación Científica, Técnica y de Innovación 2013-2016. Recuperado el 15.09.2014 en:http://www.idi.mineco.gob.es/stfls/MICINN/Investigacion/FICHEROS/Plan_Estatal_Inves_cientifica_tecnica_innovacion.pdf.

[16] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (2012): Secretaría de Estado de Investigación, Desarrollo e Innovación. Plan de Actuación Anual 2013. Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.idi.mineco.gob.es/stfls/MICINN/Investigacion/FICHEROS/PlanAnual2013.pdf.

[17] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (2012): Secretaría de Estado de Comercio. Guía de Servicios para la Internacionalización: Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.comercio.gob.es/es-ES/Documents/Guia_Servicios_Internacionalización_2012.pdf.

[18] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (2013): Secretaría de Estado de Comercio; Plan Estratégico de Internacionalización de la Economía Española 2014-2015. Recuperado el 15 de septiembre de 2014 en: http://www.comercio.gob.es/es-ES/PDF/portada/140331-PlanEstrategicodeInternacionalizaciondelaEconomiaEspañola2014-2015.pdf.

[19] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (2013): Secretaría de Estado de Comercio. Instrumentos Financieros de Apoyo al Comercio Exterior. Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.comercio.gob.es/es-ES/comercio-exterior/instrumentos-apoyo/intrumentos-financieros-apoyo/Paginas/intrumentos-financieros.aspx.

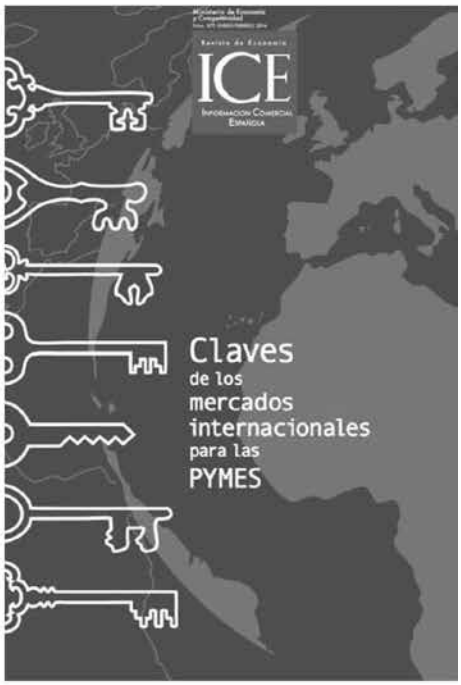
[20] MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (2013): Secretaría de Estado de Comercio Instrumentos Financieros de Apoyo a la Inversión Española en el Exterior. Recuperado el 15.09.2014 en: http://www.comercio.gob.es/es-ES/inversiones-exteriores/instrumentos-apoyo-inversion-espanola/Paginas/presentacion.aspx.

[21] REPORT OF THE HIGH LEVEL EXPERT GROUP ON SME AND INFRASTRUCTURE FINANCING (2013): Recuperado el 15.09.2014 en: http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf.

ICE

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD **INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA** *Secretaría de Estado de Comercio*

Últimos números publicados



Página web: www.revistasice.com
Suscripción, venta y librería virtual: www.mineco.gob.es
Pº de la Castellana, 162
28046 Madrid.
Telf. 91 583.55.07
Correo electrónico: DistribucionPublicaciones@mineco.es

Antonio J. Zoido Martínez*

ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS VÍA MERCADO

La ruptura del excesivo peso de la financiación bancaria en las empresas y la necesidad de un balance financiero general más equilibrado conducirán a mecanismos nuevos de sustitución, de mayor representación del capital y menor de la deuda, y a la utilización de otros activos que puedan soportar los distintos epígrafes del balance de las empresas. La aparición del MAB y del MARF, o instrumentos alternativos similares en otros países, son claramente el síntoma iniciático de la aparición de nuevos mecanismos y de nuevas formas de financiación vía mercado, que hay que potenciar y que responden a la necesidad existente de ampliar los canales a través de los que las medianas y pequeñas empresas con proyectos de crecimientos atractivos pueden obtener recursos financieros.

Palabras claves: *financiación, instrumentos financieros, mercados financieros.*
Calsificación JEL: *G15, G31.*

1. Introducción

La financiación de las empresas ha pasado a ser una seria preocupación para las autoridades económicas en España y en Europa, compartida con los principales organismos internacionales. La mejora de la situación financiera, visible desde mitad del año 2012, está siendo aprovechada sobre todo por el sector público, pero todavía no suficientemente por un colectivo amplio de empresas cuya financiación depende en gran medida de las entidades bancarias, afectadas por factores que están incidiendo sobre su capacidad para proporcionar crédito a la economía.

El debate sobre esta situación se asienta, a su vez, en la ausencia o debilidad de la demanda de financiación, causas también aducidas por otros analistas.

Con especial intensidad en el caso de España, la movilización de nueva financiación empresarial es considerada de forma unánime una condición imprescindible para que los datos positivos que está mostrando la economía española, a partir de la segunda mitad de 2013, se consoliden en términos de crecimiento y empleo.

Las cifras sobre el crédito bancario son suficientemente elocuentes. El saldo de préstamos de las entidades de crédito españolas a compañías no financieras, también españolas, ha caído un 36 por 100 entre el año 2008 y el año 2013, de acuerdo con datos de las Cuentas Financieras de la economía española publicados por el Banco de España.

* Presidente de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Aparece como deseable el avance hacia un sistema financiero más resistente, equilibrado y flexible que facilite a las empresas el acceso a financiación en diferentes circunstancias. El peso del crédito bancario como fuente casi única de financiación ajena es hoy muy elevado para un amplio colectivo de empresas españolas, en especial aquellas de menor tamaño, que se encuentran con dificultades para hacer frente a las restricciones crediticias.

La búsqueda de soluciones a esta situación es una tarea prioritaria y comienzan a conocerse datos que confirman que el proceso de diversificación de la financiación empresarial en España está en marcha. Son las grandes empresas cotizadas en Bolsa, aquellas que forman parte del IBEX 35®, las que se encuentran en vanguardia de esta evolución y los cambios en su estructura de financiación con mayor peso del capital y menos deuda, y además mayor diversificación de esta deuda, empiezan a ser visibles.

De acuerdo con datos obtenidos a partir del análisis de la estructura del pasivo de 25 compañías no financieras del IBEX 35® entre los años 2010 y 2013, los recursos propios aumentan un 3,6 por 100, mientras la financiación ajena total se reduce un 7,4 por 100. Es precisamente dentro de la financiación ajena donde los resultados son más significativos, la financiación bancaria a largo plazo cae un 34,6 por 100 y la financiación bancaria a corto plazo lo hace un 36,7 por 100. Por el contrario, la financiación de mercado a largo plazo a través de instrumentos de renta fija aumenta un 8,7 por 100 y la financiación de mercado a corto plazo a través de instrumentos también de renta fija se dispara un 65,6 por 100.

Si ampliamos el análisis a las 18 compañías no financieras integrantes del índice bursátil IBEX MEDIUM CAP, que engloba a compañías de menor dimensión que las que forman parte del IBEX 35®, los resultados muestran que, si bien la financiación bancaria a corto y largo plazo crece ligeramente, un 7,3 por 100, entre 2010 y 2013, es la financiación ajena de mercado la que lo hace a ritmos muy elevados. Partiendo de cifras bajas en 2010, la financiación ajena a través de instrumentos de renta fija a largo plazo aumenta un 110 por 100 y a través de instrumentos de renta fija a corto plazo crece un 959 por 100.

El hecho de que hablemos de un colectivo de empresas españolas muy específico y privilegiado, grandes y medianas empresas cotizadas en el mercado bursátil, obligan a extremar la prudencia a la hora de evaluar hasta qué punto este comportamiento es trasladable al conjunto del tejido empresarial español, caracterizado por la dimensión reducida de las empresas.

En paralelo, el potencial de la Bolsa española para apoyar la financiación de las compañías en forma de capital, a través de distintas fórmulas es significativo. En el año 2013 los nuevos flujos de inversión en acciones canalizados por las empresas cotizadas han superado los 32.000 millones de euros, convirtiendo a la Bolsa española en la cuarta del mundo por este concepto. Un año antes, en 2012, se canalizaron más de 28.000 millones.

Datos y hechos contrastables están en la base del empeño que la Bolsa española está poniendo en los últimos años para extender el potencial de financiación de los mercados a las compañías de tamaño reducido, aquellas que con mayor virulencia están sufriendo restricciones financieras como consecuencia de su dependencia extrema del crédito bancario.

Tanto el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, diseñado para facilitar el acceso de las medianas y pequeñas empresas a los mercados de acciones, como el recientemente creado Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que amplía las opciones de financiación a través de emisiones de renta fija, son respuestas en esa línea.

2. La importancia de obtener capital en los mercados de acciones

Desde la perspectiva económica, una de las funciones primordiales del mercado de capitales, y más concretamente de la bolsa es la de contribuir a la

financiación empresarial. Al compás del crecimiento y desarrollo experimentado por las bolsas y en función de la situación financiera, las empresas recurren en mayor o menor medida a la vía bursátil como alternativa de financiación de sus inversiones, reforzando sus propios recursos.

Con todo, por regla general, el número de empresas cotizadas es escaso, si se compara con el total de empresas existentes en las distintas economías. Esta característica que se repite con más o menos intensidad en todos los países, según la estructura y composición del tejido empresarial de cada uno de ellos, obedece a las dificultades regulatorias y económicas de acceso a este mecanismo de financiación por parte de las empresas de dimensiones medianas y pequeñas, por otro lado las más numerosas.

Tradicionalmente, aparte de la financiación aportada por los socios de una pyme, casi la única fuente de financiación empleada ha sido el crédito bancario. Las pymes españolas no se han acercado al mercado de valores y han consolidado la convicción en la mayoría de los empresarios medianos y pequeños de que no solo la bolsa no era para ellos, sino que no la necesitaban. Este modelo de financiación limita sus potencialidades, y hace a las empresas españolas especialmente vulnerables a una contracción del crédito.

Si comparamos la situación española con la de otros países observamos que nuestra dependencia de la financiación crediticia es exagerada, solo un 20 por 100 de la financiación total se realiza vía mercados, mientras ese porcentaje se acerca al 50 por 100 en el caso de Alemania o Francia y se eleva al 70 por 100 en Estados Unidos. Naturalmente, estos datos son mucho más extremos cuando hablamos de pymes, cuya exposición a los mercados como herramientas de financiación es muy reducida.

En estas circunstancias, abrir vías para la financiación de la pyme a través de fondos propios se convierte en una necesidad. Sin embargo, como veremos más adelante, han de vencerse algunas barreras o impedimentos, entre los que destaca un cambio de mentalidad en los propietarios de la pyme, que debe traducirse en una nueva forma de administrar e implementar mecanismos de gobierno de la empresa y de producción de información suficientes para los nuevos y potenciales inversores. En este cambio de mentalidad también ha de reducirse el temor a la posibilidad de pérdida de control en la compañía.

Junto a ello, las pymes que accedan a cotizar en los mercados financieros no han de soportar una excesiva complejidad regulatoria ni afrontar elevados costes explícitos (comisiones, honorarios y tarifas) o implícitos (derivados de la generación de más información); además, los mercados han de poner a su disposición mecanismos de negociación más adaptados a las características de menor liquidez bursátil de las acciones de empresas de menor capitalización.

En este contexto, a la vía de la cotización en la bolsa tradicional, se añadió en 2009 la aparición del MAB. Su objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales a empresas de reducida capitalización que presentan amplias necesidades de financiación, precisan poner en valor su negocio y mejorar su competitividad, con todas las herramientas que un mercado de valores pone a su disposición, con una regulación más flexible, diseñada específicamente para ellas, y unos costes inferiores y unos procesos adaptados a sus singularidades.

En referencia a la financiación, el mercado constituye un marco muy adecuado para la obtención de recursos propios, vía ampliaciones de capital y ofertas públicas de suscripción (OPSs), con los que sustentar el crecimiento/expansión empresarial, uno de los objetivos básicos de las empresas en un entorno cada vez más competitivo. El crecimiento de los recursos propios aporta a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción del riesgo financiero, contribuyendo a mantener el equilibrio entre fondos propios y ajenos. Además, las empresas cotizadas tienen la posibilidad de utilizar sus acciones en operaciones corporativas de intercambios accionariales, fusiones y absorciones.

CUADRO 1

FLUJOS DE FINANCIACIÓN CANALIZADOS POR LAS BOLSAS
(En millones de dólares)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bolsa de Nueva York	136.984	280.258	234.177	208.105	111.330	124.244	172.902
Bolsa española (BME)	116.770	32.378	20.610	36.870	53.286	36.954	42.344
Bolsa de Hong Kong	75.737	54.897	81.367	110.528	63.049	39.375	48.850
Bolsa de Londres	92.209	132.332	103.928	59.874	41.224	nd	47.542
Euronext (Europa)	nd	195.899	129.197	16.086	20.578	63.874	29.861
Bolsa de Tokio	17.185	13.155	65.905	53.441	20.876	63.874	36.754
Nasdaq OMX	40.425	9.326	7.966	8.243	10.958	23.313	17.418
Bolsa alemana	nd	nd	135	839	3.456	4.892	8.183

NOTA: Incluye ampliaciones de capital, Oferta Pública de Venta (OPV) de acciones iniciales y posteriores y salidas a bolsa son OPV.
FUENTE: Federación Mundial de Bolsas (WFE).

Las empresas cotizadas tienen además la posibilidad de utilizar sus propias acciones como medio de pago en los procesos de fusión y absorción de otras empresas. Al gozar de liquidez en un mercado, los accionistas de la empresa absorbida pueden optar entre permanecer en la nueva compañía fusionada o vender sus acciones en el mercado en cualquier momento. Esta fórmula ha sido utilizada intensivamente por las grandes empresas cotizadas en Bolsa española, cuya financiación obtenida a través de bolsa ha situado a Bolsas y Mercados Españoles (BME) en los primeros puestos entre las bolsas internacionales en los últimos años, como puede verse en el Cuadro 1.

3. Barreras de acceso a los mercados de valores

Con carácter previo al análisis de las oportunidades que ofrecen los mercados de valores a las empresas debemos reflexionar brevemente sobre las barreras que han venido encontrando para poder acceder a aquellos.

Cuatro grandes razones se pueden considerar a la hora de explicar este comportamiento. En primer lugar, la abundancia del crédito y la eficacia del sistema bancario en España en los últimos 25 años. Segundo, la reticencia de los empresarios a usar una fuente de financiación que pueda poner en peligro el control de su compañía. Tercero, la mayor transparencia que exige la presencia en un mercado organizado, que implica no solo remitir periódicamente ciertos estados financieros, sino informar puntualmente de cualquier hecho que pueda afectar al valor de la compañía. Y por último, la asunción de unos costes económicos directos o indirectos, que en opinión de algunos empresarios pueden resultar excesivos.

Sobre el sistema crediticio español baste repetir que su eficacia tradicional ha situado al crédito bancario como la fuente de financiación casi exclusiva de la empresa mediana y pequeña en España, lo que se ha tornado en una debilidad con la llegada de la crisis.

Ha quedado claro en los últimos años que esta dependencia excesiva debe compensarse con una mayor apertura a otras fuentes de financiación,

empezando por aquellas vinculadas al capital de las compañías. Y en particular, debe fomentarse el acceso de las empresas a los mercados de valores.

En cuanto al peligro de perder el control de la compañía por haber salido a bolsa, se trata sin duda de un mal entendimiento de la normativa bursátil. Para salir a bolsa solo hace falta que la difusión accionarial entre inversores sea del 25 por 100 del capital. Y en el MAB ese requisito se reduce a una cifra concreta, 2.000.000 de euros. Nadie está obligado a ceder más porcentaje del control que éste.

Una empresa que sale al mercado a financiarse debe cambiar su mentalidad en relación a dos áreas principales: cómo se va a administrar para tener en cuenta a sus nuevos socios (gobierno corporativo) y cómo va a producir y distribuir la información financiera que estos y otros socios potenciales necesitan para tomar sus decisiones. Este cambio es en primer lugar un cambio en la actitud, en la filosofía, en la cultura de la empresa. Pero también debe acompañarse de los necesarios procedimientos para que su gobierno y su transparencia se impliquen en el día a día de la compañía y el circuito de información fluya adecuadamente.

Por último, en cuanto a los costes, no puede menospreciarse su importancia pues, en el extremo, para una empresa muy pequeña (por ejemplo una que desee obtener 10.000.000 de euros en su salida al mercado) pueden alcanzar un 10 por 100 de los recursos obtenidos. Sin embargo, los costes se pagan una sola vez y en las ampliaciones de capital posteriores se reducen sensiblemente. La competencia que irá surgiendo en torno a estos mercados para empresas pequeñas cabe esperar que reduzca estas cifras.

4. Mercados alternativos de empresas de alto crecimiento en Europa. Regulación comparada

Los mercados bursátiles alternativos para empresas de reducida capitalización están comenzando a encontrar su sitio en Europa continental. Si hasta hace poco solo los países anglosajones contaban con mercados de distintas características, orientados a empresas en crecimiento de tamaño pequeño y mediano que pudiesen calificarse de exitosos, como el Nasdaq en alguna medida o el AIM británico, en los últimos años en Europa continental comienzan a extenderse experiencias que tratan de abrir hueco en los mercados bursátiles a empresas de tamaño reducido.

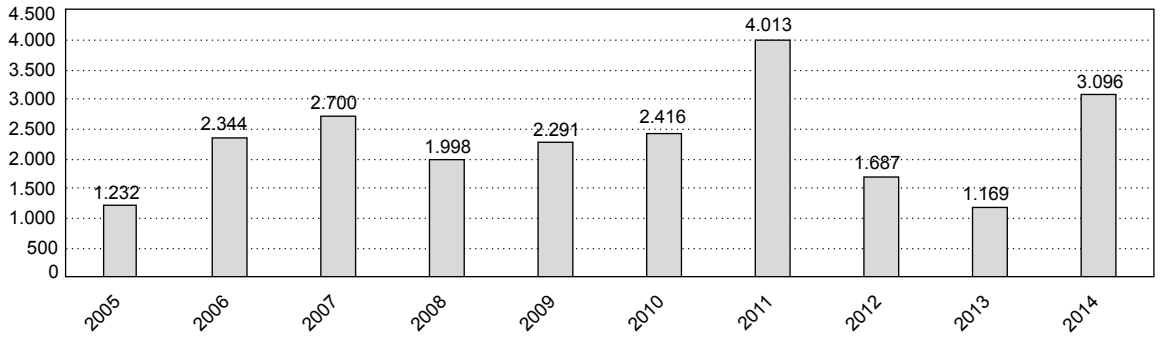
Esta es la clave del MAB y la alternativa que desde hace años está funcionando en otros países y ha beneficiado a muchas compañías. Una buena referencia es el mercado alternativo londinense, AIM, con una antigüedad de 19 años, por el que han pasado más de 3.000 compañías. En diciembre de 2013, no alcanza este número, sino que ronda las 1.100 debido a la rotación de compañías existente, lo cual es lógico: nos tendremos que acostumbrar a que las compañías vayan al mercado, crezcan, se fusionen, y muchas no tengan éxito, y desaparezcan. Esto es, la movilidad de las compañías en este tipo de mercados es importante.

El AIM inició su andadura en 1995 como un mercado dedicado a empresas del Reino Unido que no tenían los recursos, ni el tamaño, ni la notoriedad suficiente para poder acceder a un mercado de capitales. Después de los diez primeros años dedicado por completo a empresas británicas, comenzó también a ofrecer acceso a las empresas internacionales. El carácter internacional, impulsado por la condición de Londres como plaza financiera global es posiblemente la mayor diferencia de AIM respecto a otras alternativas.

AIM cuenta con una gran experiencia, una regulación consolidada, el apoyo del Gobierno y unos asesores (auditores, abogados, consejeros) que llevan años dedicándose a este tipo de empresas. Pero sobre todo, cabe destacar la mentalidad avanzada del inversor y el empresario anglosajón en lo referente a mercados de valores. El *free-float* o porcentaje de acciones en manos del público supera el 65 por 100 en la mayoría de las empresas de AIM, cosa que no sucede en Europa continental, donde la proporción es la contraria. La capitalización total del AIM es de 76.000 millones de libras.

GRÁFICO 1

FINANCIACIÓN EN MERCADO DE EMPRESAS NO IBEX35
(Millones de euros)



FUENTE: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Es importante resaltar la participación relevante de pequeños inversores minoristas, que han llegado a representar el 54 por 100 de la base de clientes.

El otro referente en Europa es Alternext, el mercado alternativo creado en 2005 por NYSE Euronext en Francia, que cuenta, en diciembre de 2013, con 184 compañías y una capitalización de 7.200 millones de euros.

Muchos elementos del diseño del AIM británico o el Alternext francés encajan bien en la mentalidad y las necesidades de empresa e inversores españoles y, en este sentido, se han tenido en cuenta en el diseño del MAB. Como es natural, otras peculiaridades aportan menos ventajas o tienen difícil cabida en la normativa española. En todo caso el diseño normativo de los tres mercados (AIM, Alternext y MAB) es muy similar, como puede comprobarse en el Cuadro 2. Quizás pueda decirse que MAB es algo más exigente con la difusión accionarial previa, al exigir un *free-float* superior a los 2.000.000 de euros y con la necesidad de que el negocio desarrollado por la empresa candidata ya esté en marcha y no sea solo un proyecto.

5. Evolución y perspectivas de la financiación de empresas medianas en la bolsa

Puesto que la problemática del acceso al mercado de capitales de las empresas pequeñas no es nueva, es justo mencionar el caso de aquellas que, a través de diversas fórmulas, sí lo han hecho. Hay muchas empresas medianas españolas que han accedido al mercado bursátil y lo han utilizado de modo eficaz. Si analizamos el Gráfico 1, podemos afirmar que la bolsa también ha financiado de modo abundante y en coyunturas difíciles a empresas no tan grandes.

Cuando nos referimos en este artículo a empresas pequeñas en bolsa no queremos decir *small caps*, cuyo valor de mercado (capitalización) puede oscilar entre los 150 y los 1.000 millones de euros, sino *micro caps*, de valor inferior a los 150.000.000 de euros.

La experiencia del MAB desde su inicio en julio de 2009, es decir con una historia de poco más de cinco años, presenta un balance satisfactorio y permite afirmar que ofrece una ventana recurrente de financiación, a través de recursos propios, en el mer-

CUADRO 2

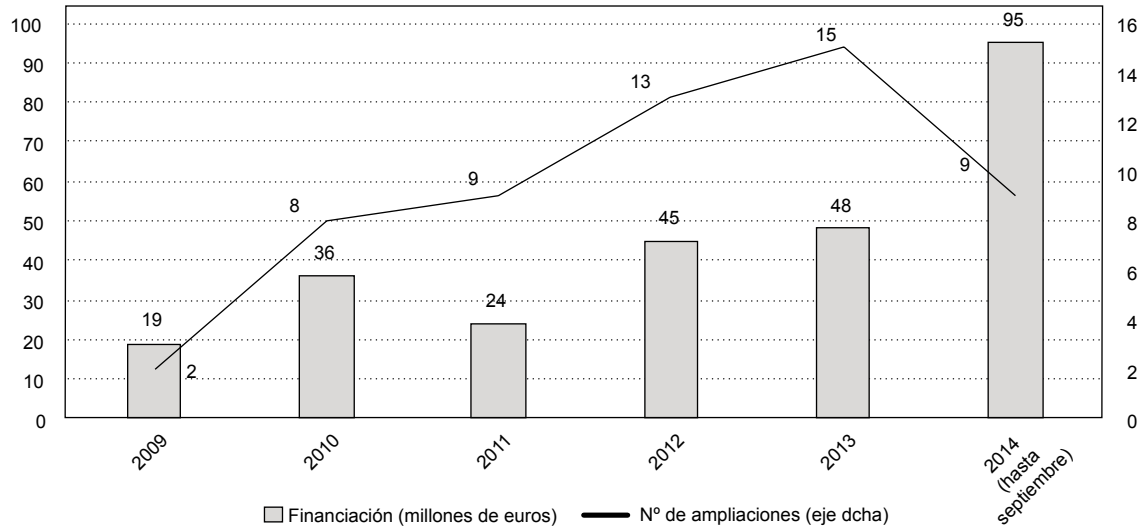
COMPARATIVA AIM, ALTERNEXT Y MAB

Concepto	AIM	Alternext	MAB
Año de inicio del mercado	1995	2005 París 2006 Bruselas y Ámsterdam	2009
Nº de empresas listadas (dic. 2013)	1.087 empresas	184 empresas	23 empresas
Capitalización bursátil (dic.2013)	75.928 millones libras	7.163 millones de dólares	1.677 millones de euros
Requisitos de admisión y registro exigibles a la empresa emisora	No exige mínimo de *free-float*	*Free-float*: 2,5 millones de euros si OPV o colocación privada	*Free-float*: 2 millones de euros si OPV o colocación privada
	No exige nº mínimo de accionistas	Nº de accionistas: al menos cinco no relacionados	Nº mínimo accionistas: varios (sin definir)
	No exige antigüedad (*track record)*	Cuentas auditadas de los dos últimos ejercicios	Cuentas auditadas tres últimos ejercicios.
	Admission document o folleto aprobado FSA	*Offering Circular* o folleto aprobado por AMF	Documento informativo o folleto ante CNMV
	Designar *Nominated Advisor*	Designar *Listing Sponsor*	Contar con un asesor registrado.
	Designar *broker*	*Broker* voluntario	Designar un proveedor de liquidez.
Información periódica	Estados financieros anuales auditados	Estados anuales auditados	Estados anuales auditados
	Informes semestrales	Informes semestrales	Informes semestrales
Información puntual	Transacciones sustanciales	Información relevante	Toda información relevante (concepto LMV)
	Transacciones con partes relacionadas	Cambios en la propiedad	Participaciones significativas (+ de 10%)
	Toma de control inversa (*reverse takeover*)	Operaciones de la dirección	Operaciones realizadas por administradores y directivos (+ de 1%)
	Cambios sustanciales en el negocio.		Pactos parasociales que afecten a transmisibilidad o afecten al derecho a voto
	Agregación de transacciones		
	Otra información sobre gobierno corporativo, accionistas de referencia, cambios en directores, denominación, domicilio, etcétera		
Web	Sí	Sí	Sí

FUENTE: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

GRÁFICO 2

FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL MAB



FUENTE: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

cado de valores español, también para las pequeñas y medianas empresas en expansión. De este modo, sobre todo en períodos complicados para la obtención de recursos, el MAB se presenta como una herramienta de financiación eficaz, para aquellas empresas con proyectos de crecimiento atractivos.

El conjunto de compañías que han accedido al MAB han obtenido coincidiendo con su salida al mercado, algo más de 84.000.000 de euros y desde su inicio hasta septiembre de 2014, más de la mitad de esas compañías, concretamente 14, han realizado ampliaciones de capital posteriores a su incorporación por un importe conjunto de 183.000.000 de euros, que se ha venido a sumar a los que obtuvieron con la salida al MAB.

En total, más de 267.000.000 de euros de nuevos recursos para financiar la expansión, fusión y absorción de otras empresas e intercambios accionariales son las finalidades de estas operaciones financieras, que refuerzan y proyectan al futuro el papel del MAB como alternativa de financiación del crecimiento de empresas de reducida capitalización (Gráfico 2).

6. Retos para incrementar el papel de la bolsa en la financiación de las empresas medianas y pequeñas

La demanda de acciones emitidas por pequeñas compañías es el punto más débil en la estructura actual de los mercados de valores en el mundo. Los inversores perciben las compañías pequeñas como una opción más arriesgada que las grandes. En consecuencia, exigen un rendimiento mayor o lo que es lo mismo, ofrecen una valoración menor para compensar el riesgo extra. Adicionalmente, un tamaño pequeño y un porcentaje limitado del capital disponible para invertir implican una liquidez reducida. Ambos factores hacen difícil atraer inversión para empresas jóvenes, incluso con alto potencial de crecimiento. El número de inversores dispuestos a asumir riesgos mayores y dificultades de liquidez es

demasiado pequeño: existe lo que en términos académicos se denomina «un fallo de mercado»[1]. Este no es un problema exclusivo de España.

En Estados Unidos las salidas a bolsa de empresas pequeñas (operaciones menores a 25.000.000 de dólares casi han desaparecido: se dividieron por diez a finales de los noventa.

En Gran Bretaña y Francia la situación se ha complicado también desde 2008. El AIM ha perdido casi un tercio de sus empresas y el francés Alternext ha sufrido una fuerte ralentización. A pesar de ello, ambos mercados cuentan con cierta masa crítica inversora, que se reparte entre inversores institucionales especializados e inversores particulares.

Puesto que el reto más importante es la falta de demanda inversora, las propuestas de este artículo se centran en el lanzamiento de fondos especializados y la elaboración de incentivos fiscales que animen a los inversores a considerar estos valores como objetivo para sus carteras. Adicionalmente, ayudaría mucho la creación de un fondo público con el objetivo de invertir en este tipo de compañías. Estas iniciativas están presentes en los dos mercados europeos de referencia. Ambos se han visto alentados con estructuras adecuadas de inversión y con incentivos fiscales muy atractivos, que durante años han impulsado un flujo de dinero privado hacia estos valores pequeños.

Por otra parte, una mejora en el análisis de la información de estas compañías ayudaría a muchos inversores a seleccionar con responsabilidad aquellos valores que mejor se adapten a su perfil y a considerar el riesgo de la inversión con mayor conocimiento. Dos razones explican la falta de atención a estos valores por parte de las casas de análisis. Primera, la evolución de la estructura de los mercados de valores y sus intermediarios, progresivamente más centrados en valores muy grandes, con fuerte liquidez, que puedan proporcionarles masa crítica suficiente para mantener sus ingresos; y segunda, la reducción de estructura forzada por la crisis, que ha exacerbado esta tendencia y ha provocado el abandono de estos valores por buena parte de las firmas bursátiles.

7. Instituciones de inversión colectiva especializadas en empresas medianas y pequeñas

Uno de los mayores problemas para el desarrollo de los mercados alternativos es la escasez de demanda y en particular la ausencia de vehículos especializados gestionados por profesionales, que permitan generar un flujo de financiación estable para las empresas medianas y pequeñas.

Se trata de una barrera que también afecta a las empresas medianas que consiguen cotizar en la bolsa. Hay pocos inversores dispuestos a comprar valores con una liquidez potencialmente baja. Y los que lo hacen a veces no están preparados para ello y a menudo se centran en obtener altos rendimientos en el corto plazo con el consiguiente riesgo.

Un estudio publicado en junio de 2014 bajo el auspicio de la City of London y Paris Europlace destaca la necesidad de potenciar una implicación mucho mayor por parte de inversores institucionales de largo plazo en este tipo de valores. Compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión y otros inversores como *family offices* o fondos soberanos podrían jugar un papel mucho más protagonista en la financiación de empresas medianas y pequeñas. Para incentivarlo el estudio recomienda actuar en varios frentes: examinar los estándares regulatorios, perfiles de riesgo y prácticas de mercado sería imprescindible.

En este sentido, es necesario crear los vehículos adecuados para que tengan acceso eficiente y seguro a dichos mercados de valores no solo los grandes inversores, que disponen de los medios e instrumentos necesarios, sino también el pequeño inversor que carece de ellos. A estos efectos, no solo a nivel na-

[1] En «Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación» (Fundación Estudios Financieros, 2012) CRESPO y Gª TABUENCA ofrecen una síntesis de la abundante literatura académica.

cional sino internacional, los instrumentos que se han mostrado como los idóneos son los de inversión colectiva, tanto en su forma jurídica de fondo como de sociedad.

Para ello, creemos que sería sencillo introducir una modificación en la regulación española de Instituciones de Inversión Colectiva para definir un nuevo tipo de instituciones especializadas en valores medianos y pequeños, muchos de ellos negociados en mercados alternativos.

a) Incentivos fiscales necesarios para la inversión

Un incentivo fiscal ha demostrado ser la fórmula más eficiente para atraer fondos dispuestos a asumir un mayor riesgo en valores muy poco líquidos, pero esenciales para el crecimiento de la economía y la creación de empleo. Gran Bretaña y Francia llevan aplicándolos desde hace 17 y 7 años, respectivamente, y la capacidad de sus pymes de financiarse en mercados de valores es una realidad[2]. En Francia los fondos FCPI, incentivados fiscalmente, han recaudado más de 6.000 millones de euros para pymes innovadoras desde su lanzamiento en 1997.

A partir de la experiencia ya conocida, estimamos que el impacto de estos incentivos sobre las cuentas públicas sería neutro o incluso positivo. En cambio, fomentarían la creación de empleo y el aumento de la facturación y de los beneficios en las empresas incluidas en su objetivo de inversión.

b) Creación de un fondo público que participe en las ampliaciones de capital de empresas de reducido tamaño

Esta inversión podría acompañar a la inversión privada, tanto en el momento inicial de salida al mercado o en ampliaciones posteriores, propiciando un proceso de coinversión que generaría una confianza mutua entre ambos tipos de inversores. Podría considerarse la aportación de capital nuevo o también redireccionar parte del capital ya captado por fondos públicos de capital riesgo.

Un fondo público tiene menos presión en el corto plazo desde sus partícipes, y puede centrarse en empresas más pequeñas y con ciclo de maduración más largo. Además, tiene mayor capacidad para incorporar criterios sociales para la inversión, como la creación de empleo o el fomento de la innovación[3].

Para ponerlo en contexto, la inversión pública aportó al capital riesgo más de la mitad de los fondos obtenidos desde España. En concreto, 378.000.000 de euros en 2012 y 170.000.000 en 2013. En 2013 se lanza la iniciativa Fond-ICO Global, un fondo dependiente del ICO que pretende inyectar en el capital riesgo español 1.200 millones de euros entre 2014 y 2017 en cerca de 40 gestoras.

c) Promoción del análisis independiente sobre valores medianos y pequeños y mejora de la información disponible de los mismos

Los inversores consideran esencial contar con este tipo de análisis, que sin embargo no se produce para valores muy pequeños, al no resultar rentable para las casas de análisis. Las compañías esperan recibir cobertura, pero si su tamaño no lo merece, deben buscarla activamente e incluso pagar por ella.

En este sentido, se enmarca la puesta en marcha de *InResearch* un servicio de análisis independiente para compañías cotizadas promovido por BME y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

[2] Véase el trabajo de la CNMV «El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales» (ARCE, LÓPEZ y SANJUÁN, 2011).

[3] Como ejemplo en este sentido puede citarse el fondo de capital riesgo creado por el ICF (Instituto Catalán de Finanzas), dotado con 10.000.000 de euros para invertir en ampliaciones de capital de empresas catalanas cotizadas en el MAB.

8. Una nueva fuente de financiación de la empresa a través de la renta fija

EL Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) responde a la necesidad existente en España de ampliar los canales a través de los que las medianas y pequeñas empresas pueden obtener recursos financieros, en un contexto en el que muchas de estas empresas están teniendo serios problemas de financiación por efecto de la contracción del crédito bancario, del que han tenido, tradicionalmente, una excesiva dependencia.

El problema se agudiza tras la crisis con la normativa que será aplicable a las entidades bancarias que, en suma, se traducirá en una mayor selección de los proyectos a financiar por parte de estas entidades y una reducción en términos generales de los plazos.

A ello se añaden en estos últimos años las consecuencias del denominado efecto *crowding out* que ha supuesto el desvío masivo de la financiación hacia el sector público, con el consiguiente drenaje de fondos disponibles para el sector privado.

Los mercados de Renta Fija están siendo utilizados intensamente en estos momentos por un gran número de compañías —como demuestra el elevado número de emisiones lanzadas en los últimos meses— que recurren a los mercados de capitales como fuente de su actividad de captación de financiación. Varias compañías, que nunca antes habían emitido renta fija, han aprovechado por primera vez la oportunidad que les ofrecen los mercados de bonos para realizar sus primeras emisiones, con notable éxito y afluencia de inversores en las colocaciones.

El Gobierno español, en línea con lo que sucede en los restantes países europeos, se propuso animar a la creación y desarrollo de aquellas infraestructuras que fueran necesarias para el incremento de las fuentes de financiación para las empresas medianas y pequeñas, dando así cumplimiento a los requerimientos de la UE. BME respondió desarrollando, en coordinación con el Ministerio de Economía y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) el marco jurídico y tecnológico de un nuevo entorno de mercado que facilitase el acceso a la emisión de instrumentos de renta fija, lo que culminó con el lanzamiento del MARF en octubre de 2013.

El MARF aspira a ser, por tanto, una fuente de financiación complementaria al crédito bancario y a otras fuentes de recursos financieros, a través de la emisión de activos de renta fija y puede tener especial significación y alcance en un momento en el que en los mercados de Deuda se abren ventanas de oportunidad y mejora la consideración internacional de la Marca España y de sus empresas, lo que facilita el acceso a los mercados.

En cualquier caso, se configura como un proyecto de futuro, estable y con pervivencia en el tiempo para todas las circunstancias, no solo como un instrumento válido para una coyuntura de restricción de crédito.

Estaremos contribuyendo con ello a generar mayores dosis de confianza respecto a la capacidad de financiación de la economía española y completar el abanico de canales para la obtención de recursos por parte de aquellas empresas con capacidad y perspectivas de expansión, que puedan formar parte activa del tejido empresarial del futuro en España. Al mismo tiempo, el MARF ofrece a los inversores institucionales nuevas opciones de inversión para sus carteras.

La creación de este nuevo mercado alternativo de renta fija en España se ha producido en paralelo con los desarrollados por otros países europeos que han puesto en marcha iniciativas similares, entre ellas, el caso de Alemania, país en el que la Bolsa de Sttutgart está siendo especialmente activa a través de la plataforma BondM; Francia, con la puesta en marcha de un segmento de renta fija para empresas de menor tamaño en Alternext; o Noruega, a través de la plataforma Nordic ABM, perteneciente a la Bolsa de Oslo.

Para desarrollar este nuevo mercado alternativo, el Gobierno ha realizado un esfuerzo importante mediante numerosas modificaciones normativas de gran calado, así como otorgando incentivos fiscales, imprescindibles

CUADRO 3

EMISIONES REALIZADAS EN EL MERCADO ALTERNATIVO DE LA RENTA FIJA (MARF)

Emisor	Importe (euros)	Activo	Plazo (años)	Tipo interés (%)	Sector
Copasa	50.000.000	Bonos	5	7,50	Construcción de infraestructuras
Tecnocom	35.000.000	Bonos	5	6,50	Tecnología
Elecnor	100.000.000*	Pagarés	—	—	Infraestructuras - energía
Tubacex	29.000.000*	Pagarés	—	—	Materiales básicos - acero
Europac	50.000.000*	Pagarés	—	—	Materiales básicos, papel y cartonaje
Ortiz	50.000.000	Bonos	5	7,00	Construcción de infraestructuras y servicios
Eysa	75.000.000	Bonos	7	6,88	Concesiones

NOTA: * Importe máximo del programa
FUENTE: Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

para hacer atractivo el acceso a este mercado, tanto a emisores como a inversores.

Las empresas que acudan al MARF se beneficiarán de un buen número de ventajas. En primer lugar, unos requerimientos más flexibles, lo que se traducirá en una mayor agilidad y rapidez en los trámites, así como en unos menores costes.

Es un mercado que ofrece una gran flexibilidad a quiénes acuden a él, ofreciendo una amplia variedad de posibilidades que van desde los activos de renta fija a medio y largo plazo, hasta los pagarés de empresa a plazos cortos —de 6 a 18 meses—, pudiéndose obtener recursos a través del MARF para distintas finalidades: desde las necesidades de circulante hasta la financiación de proyectos concretos que serían difícilmente financiables de otro modo.

La notoriedad y visibilidad que brindan a los emisores es un factor adicional de gran importancia, ya que permite establecer vínculos sólidos con la comunidad financiera y facilita el recurso futuro a los inversores en condiciones de mayor confianza. Junto a ello, las empresas que optan por financiarse a través de la emisión de renta fija en este mercado, además de diversificar sus fuentes de financiación, obtienen una mayor estabilidad y control de sus capacidades financieras, como han reconocido algunos de los que ya han emitido en el MARF.

Los potenciales emisores del MARF deben considerar este proceso, adicionalmente, como algo beneficioso y favorable para sus compañías, ya que el esfuerzo de análisis y elaboración de documentación puede ayudarles a objetivar mejor sus parámetros de gestión y financiación así como de gobierno corporativo.

Con todo, debe quedar claro que se exigirá al emisor la información necesaria para el análisis que los inversores requieren de toda emisión y para garantizar la necesaria confianza sobre los valores que cotizan en este Mercado. En todo caso, entre los requisitos imprescindibles que se exigen a todo emisor para

CUADRO 4

MIEMBROS DEL MARF

BBVA	GVC Gaesco
Banco Sabadell	Caja de Ingenieros
Bankia	Auriga
NCG Banco	Bekafinance
Renta 4 Banco	Norbolsa
Ahorro Corporación	CaixaBank
Santander	Banca March
Banco Popular	Espirito Santo Investment Bank

FUENTE: Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

CUADRO 5

ASESORES REGISTRADOS EN EL MARF

Arcano	Ahorro Corporación
Banco Sabadell	Riva y García
Solventis	GVC Gaesco
AFI	VGM Advisory Partner
KPMG	Auriga
Didendum	Banca March
Deloitte	PwC
Renta 4 Banco	Norbolsa

FUENTE: Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

acceder al MARF se incluye el de disponer de una calificación o *rating* para las emisiones, *rating* que deberá ser otorgado por entidades especializadas, registradas y certificadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés).

Resulta también de gran importancia que los inversores institucionales, a los que va dirigido este mercado, adquieran confianza en sus posibilidades y en la garantía que puedan ofrecer las emisiones que en él se produzcan, y vayan estableciendo con sus decisiones de inversión qué emisiones les resultan más atractivas y qué rentabilidades exigen, algo que también dependerá del activo que el emisor elija y de los plazos a los que se emita.

BME viene desarrollando durante estos primeros meses de vida del MARF una amplia labor informativa acerca de las características de este mercado, tratando de que el mayor número de empresas puedan acercarse a él y conocer las posibilidades que les ofrece de cara a su financiación. Sabemos que deberemos continuar con esta tarea durante un período aún largo, pero hemos comprobado de forma satisfactoria que los primeros frutos comienzan a llegar y son varias las compañías que han optado por lanzar sus emisiones de renta fija en el MARF.

Lógicamente, las empresas que acudirán al MARF deben ser empresas sanas y solventes, con potencial de expansión, que desean ampliar y diversificar sus fuentes de recursos financieros.

Aspiramos a que el MARF se consolide como una herramienta de trabajo para la gestión financiera y que ofrezca nuevas oportunidades, facilitando su crecimiento y contribuyendo al mismo tiempo a generar nuevos canales de financiación para el tejido empresarial español (Cuadros 3, 4 y 5).

Referencias bibliográficas

[1] ARCE, 0.; LÓPEZ, E. y SANJUÁN, L. (2011): *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*, CNMV, Madrid.

[2] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2010-2013): *Informes Anuales de Mercados* BME, Madrid.

[3] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2014): Consultado abril 2014 en http://www.bolsasymercados.es

[4] CRESPO, J. L. y Gª TABUENCA, A. (2012): *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisisen su financiación,* Fundación de Estudios Fiancieros (FEF) Madrid.

ICE
INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

ISIDORO CABANYES
Y LAS ***TORRES SOLARES***

El Ministerio de Economía y Competitividad y el Ministerio de Defensa han realizado esta monografía para dar a conocer a Isidoro Cabanyes, militar e inventor español, que vivió entre 1843 y 1915. Su figura ha permanecido sumida durante muchos años en un olvido que no merece. Patentó distintos trabajos de investigación, en los que utilizó sus profundos conocimientos de Matemáticas y Física, para proponer distintas innovaciones en los campos de la obtención y acumulación de electricidad. Trabajó también, en paralelo y en competencia con Isaac Peral, en el diseño de un submarino. Fue uno de los pioneros en encontrar soluciones al alumbrado eléctrico en la ciudad de Madrid. Pero de todos sus trabajos el más sorprendente y actual, es lo que él denominó «motor aéreo-solar». Se trata de un diseño para obtener electricidad utilizando torres de gran altura en las que se aplican turbinas que son activadas por las corrientes de convección del aire previamente calentado por la radiación solar.

Número de páginas:116
Precio papel: 8€ (IVA incluído)
Precio club: 6€ (IVA incluído)
Precio pdf: 4€ (IVA incluído)

Librería virtual, suscripción y venta: www.mineco.gob.es
Pº de la Castellana, 162
28046 Madrid.
Telf. 91 583.55.07
Correo electrónico: DistribucionPublicaciones@mineco.es

Carlos Lavilla Rubira*

EL CAPITAL RIESGO COMO FORMA DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

El sector de capital riesgo español está formado en la actualidad por alrededor de 200 entidades. Durante sus más de 28 años de existencia, esta industria ha invertido más de 38.000 millones de euros en 6.500 empresas; al final del año 2013, la cartera de participadas por el sector estaba compuesta por más de 2.305 empresas. La inversión del capital riesgo se dirige fundamentalmente a financiar el nacimiento y la expansión de las empresas en las que invierte (así es en el 90 por 100 de las 2.305 empresas mencionadas), y se dirige, sobre todo, a las pymes: el 56 por 100 de las 2.305 empresas tenía menos de 20 trabajadores y el 85 por 100 menos de 200 en el momento de la inversión.

Palabras clave: *capital riesgo, pyme, financiación no bancaria, recursos propios, empleo, desarrollo, competitividad.*
Clasificación JEL: *G32, L53.*

1. Introducción

El cambio de ciclo iniciado en 2008 ha implicado importantes cambios estructurales en las principales economías europeas, entre los que se encuentra un sistema bancario europeo en pleno proceso de desapalancamiento mediante la reducción de flujos de crédito tanto a las empresas como a las familias. En consecuencia, el tejido empresarial se encuentra con un problema de financiación, cuyo efecto directo supone un retraso en la salida de la crisis. La escasez de crédito se agrava en el caso español, en el que la financiación bancaria representa el 80 por 100 de la financiación de las empresas. A los problemas de escasez hay que añadir que en España el crédito bancario es restrictivo y a un precio más elevado que en otros países europeos, lo que limita aún más su papel de financiador de la actividad empresarial, en especial para la pyme española, cuyo peso supone el 99 por 100 de la estructura económica.

Para el crecimiento de la economía es fundamental el acceso de las empresas a la financiación, de ahí que la cláusula 27 del Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera, acordado en 2012, exponga que «la intermediación financiera no bancaria debe reforzarse» y que habrán de prepararse «propuestas para el fortalecimiento de los mecanismos de intermediación financiera no bancaria, incluyendo los mercados de capitales y el capital riesgo». Sin duda el capital riesgo es uno de los principales instrumentos de intermediación financiera no bancaria y, en concreto, el principal mecanismo para proporcionar financiación a través de recursos propios a largo plazo a las empresas no

* Presidente de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI).

cotizadas, es decir, a la casi totalidad de las empresas y de las iniciativas de emprendimiento en España. Este reconocimiento por parte del Gobierno se materializó en 2013, cuando se puso en marcha el primer fondo de fondos de capital riesgo público en España, dotado con 1.200 millones de euros, lo que viene a complementar y a apoyar a un sector que, a pesar de la crisis, ha seguido desarrollando su actividad, contribuyendo a impulsar la competitividad del tejido empresarial español, en un contexto económico complicado.

Este artículo tiene como objetivo introducir la actividad de capital riesgo, analizar sus características, conocer su evolución en los últimos años, describir su nuevo marco legislativo y el papel que juega en la economía.

2. Concepto del capital riesgo

El capital riesgo, en términos generales, consiste en la aportación de recursos propios tomando una participación temporal mayoritaria o minoritaria en el capital de empresas no cotizadas, con el objetivo de financiar el nacimiento, crecimiento o desarrollo ulterior de las mismas.

Junto con la financiación bancaria, la financiación de los mercados de capitales y la financiación directa por parte de los empresarios, el capital riesgo constituye uno de los pilares básicos de la financiación de las pequeñas y medianas empresas españolas.

Las peculiaridades del capital riesgo frente a otras fuentes de financiación se pueden resumir en los siguientes puntos.

— La existencia de un inversor especializado (entidad de capital riesgo ECR[1]) que, además de recursos, aporta capacidad de gestión y de creación de valor a la empresa participada.

— La aportación de recursos a la empresa se hace, normalmente, a través de suscripción de acciones, aunque también se pueden utilizar otros instrumentos financieros, tales como los préstamos participativos, préstamos subordinados o suscripción de obligaciones convertibles.

— Las adquisiciones que llevan a cabo las entidades de capital riesgo tienen un carácter temporal.

— El período en el que se mantiene la inversión es largo (entre tres y siete años).

— Los retornos se materializan una vez finalizado el período de inversión a través de un mecanismo de salida, que puede estructurarse mediante venta a otras empresas, colocación en el mercado de valores, venta a otra entidad de capital riesgo o venta al propio equipo directivo o a los accionistas originales.

La inversión de capital riesgo puede realizarse en cualquier etapa de la vida de una empresa:

— En la creación de la empresa

— En su crecimiento o expansión (crecimiento orgánico, compra de competidores, apertura de nuevos mercados)

— En su transmisión (venta por la familia accionista, venta por una gran empresa).

Partiendo de esta particularidad se establecen los dos términos fundamentales que hacen referencia al sector. La inversión de *Venture Capital* es la aportación de capital en una empresa que se encuentra en fase inicial o de desarrollo temprana, mientras que el *Private Equity* se dirige a empresas en crecimiento o ya consolidadas[2]. El sector de capital riesgo anglosajón distingue los dos tipos de actividad, utilizando los términos *Venture Capital* y *Private Equity*. En España, por el contrario, el término capital riesgo engloba ambos tipos de inversión, si bien cada vez es más habitual hacer la

[1] Según la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras en España, las entidades de capital riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de Valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Se pueden encontrar los siguientes intermediarios financieros de capital riesgo: Sociedad de Capital Riesgo (SCR), Fondo de Capital Riesgo (FCR), Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo (SGECR).

[2] En esta categoría de inversión entrarían además las operaciones de expansión, las operaciones de capital sustitución y *buy outs* (operaciones en las que en la adquisición de la empresa participan los actuales directivos de la empresa adquirida).

ESQUEMA 1

CARACTERÍSTICAS DEL VENTURE CAPITAL *VERSUS* PRIVATE EQUITY

Venture Capital	*Private Equity*
Gestión del crecimiento	Gestión de los flujos de caja
Apoyo al emprendedor	Apoyo a los directivos expertos
Tecnología innovadora	Sectores tradicionales ya establecidos
Due diligence financiera limitada	*Due diligence* financiera amplia
Generalmente inversión minoritaria	Generalmente inversión mayoritaria
Desinversión incierta	Desinversión clara
Alto riesgo	Riesgo limitado

FUENTE: ROURE, J. (2005). El ciclo del capital riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.

misma distinción para indicar las diferentes modalidades de inversión.

Aunque el *Venture Capital* y el *Private Equity* tienen elementos comunes entre sí, tales como la participación de un inversor profesional y la aportación de capital y gestión en compañías que no cotizan en bolsa, también presentan unas características propias, tal y como se resume en el Esquema 1.

3. Impacto del capital riesgo en la economía española

Desde el año 2005, ASCRI ha publicado diversos estudios midiendo el impacto económico y social de esta actividad en la economía española. Las conclusiones de los siete estudios publicados hasta el momento, aun realizándose para períodos de tiempo distintos, coinciden en señalar que las compañías respaldadas por el capital riesgo estimulan la economía y la dinamizan, al crecer más rápidamente, generar más empleo, invertir con más fuerza e internacionalizarse más que las compañías no financiadas por este instrumento. Asimismo, se ha demostrado que el capital riesgo impulsa el desarrollo de nuevas empresas, las cuales, en líneas generales, perduran mejor en el tiempo, por lo que se puede decir que este tipo de financiación reduce la tasa de fracaso empresarial.

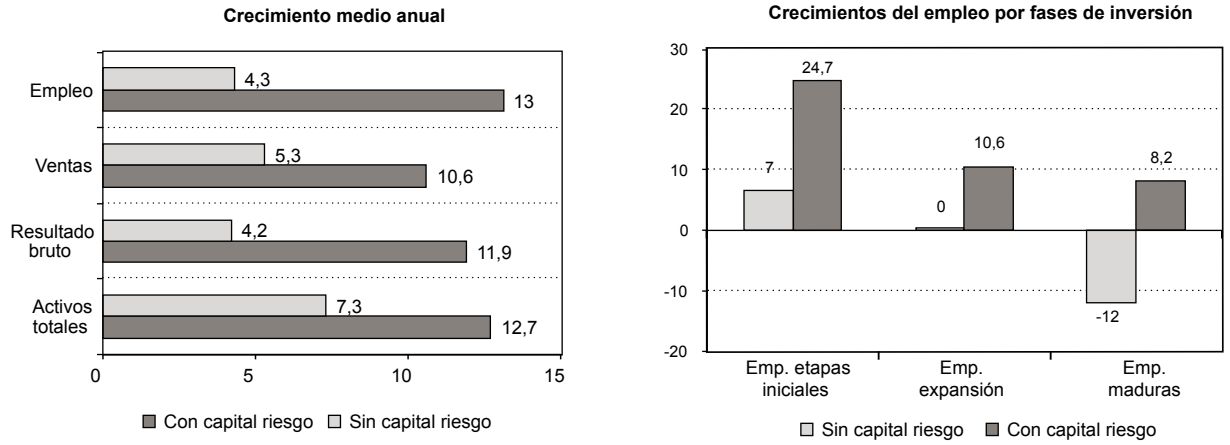
En el Gráfico 1 se pueden ver los resultados de la evolución de los principales indicadores empresariales de las empresas participadas por el capital riesgo en España, entre 1996 y 2008, en comparación con empresas similares que no dispusieron de este tipo de financiación. Este análisis muestra que en las empresas participadas por capital riesgo, el empleo, el resultado bruto y las ventas crecieron notablemente más rápido que en empresas comparables no financiadas por el capital riesgo.

Desde la perspectiva del empleo también se ha comprobado que la creación de puestos de trabajo se produce, independientemente de la fase en la que se encuentre la empresa invertida, a tasas muy superiores a sus comparables que no contaron con recursos del capital riesgo.

Los resultados positivos que muestran estos estudios se explican por factores de creación de valor que son característicos de la inversión de capital riesgo, que se añaden a la inyección de recursos: profesionalización de la gestión, estabilidad financiera, credibilidad frente a terceros, apertura a nuevos enfoques de negocio, mejor alineación de intereses entre propiedad y gestión y experiencia en otros mercados y sectores, entre otros.

GRÁFICO 1

IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL DEL CAPITAL RIESGO
(En %)



NOTA: Muestra formada por 1.158 empresas participadas por capital riesgo y sus respectivas comparables que no han contado con este tipo de financiación. Ambos conjuntos son similares en términos de distribución geográfica, sector económico y tamaño de las empresas.
FUENTE: «Informe de impacto económico y social del capital riesgo en España 2011», elaborado por José Martín Pellón, de la Universidad Complutense de Madrid.

4. Orígenes y trayectoria del capital riesgo

La inversión de capital riesgo comenzó en Estados Unidos, tras la Segunda Guerra Mundial, cuando un conjunto de inversores privados impulsaron la sociedad *American Research & Development,* con el objetivo de invertir en *start ups* tecnológicas con un alto componente de riesgo, buscando, junto a otros objetivos, estimular el crecimiento de la economía norteamericana.

En España, este instrumento financiero llegó con cierto retraso pero con el mismo espíritu. Los antecedentes de esta actividad se remontan a principios de los años setenta, con la creación por parte del Estado de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia, Sodiga. La puesta en marcha de esta sociedad de inversión tenía el objetivo de promover el tejido empresarial, impulsando proyectos de la región que se encontraban en procesos de constitución o arranque. Posteriormente, tras la aprobación del Decreto 18/1976, este instrumento se fue replicando a través de la creación de sociedades similares en otras regiones, hasta alcanzar un total de 22, las cuales, por regla general, tenían un accionariado mayoritariamente público. En estos primeros años la actividad de capital riesgo era poco significativa, debido a la escasa difusión y conocimiento del concepto entre los empresarios y a la ausencia de un marco legal y fiscal específico.

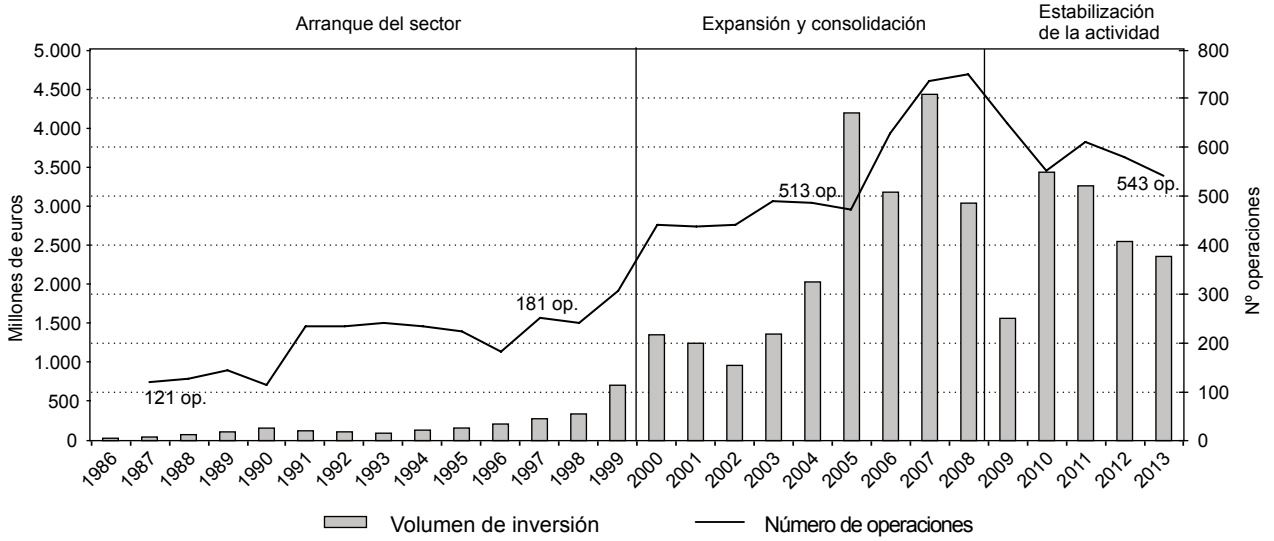
A partir de este período, las etapas que determinan la evolución del sector en España se pueden concretar en las siguientes:

1ª etapa. Nacimiento del sector en España y de la Asociación (1986-1999)

Coincidiendo con la primera legislación específica del sector (Ley 1/1986) y la entrada de España en la

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN ESPAÑA
(Volumen y número de operaciones)



FUENTE: ASCRI/webcapitalriesgo.

Unión Europea, comienza un primer período de crecimiento marcado por la incorporación de entidades internacionales al mercado nacional de capital riesgo y por la creación de las primeras entidades privadas nacionales. En esta etapa predomina la financiación a empresas existentes, liderada por entidades privadas. El inversor público continuó dirigiéndose a empresas de pequeña dimensión o en proceso de puesta en marcha y en términos relativos su actividad fue perdiendo peso. Tanto los inversores públicos como privados se fueron incorporando a la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), constituida en 1986.

A finales de esta etapa, en 1999, se aprueba la segunda ley del sector: Ley 1/1999 de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y de sus sociedades gestoras, que supuso un factor determinante para el impulso del sector en la siguiente etapa (Gráfico 2).

2ª etapa. Consolidación de la actividad (2000-2008)

El año 2000 marcó un importante salto cuantitativo en la actividad, ya que por primera vez en la trayectoria del capital riesgo en España se alcanzó un volumen de inversión y captación de fondos superior a los 1.000 millones de euros. Desde entonces la inversión registrada ha superado siempre esta cifra, y a lo largo de esta etapa se mantuvo en una senda de crecimiento.

La publicación de la Ley de Capital Riesgo 25/2005, que sustituyó a la anterior, constituyó un catalizador del desarrollo y consolidación del sector en España. La nueva regulación introdujo diversas modificaciones dirigidas a dotar de mayor flexibilidad la actividad, dinamizarla y modernizarla, incorporando novedades como la creación de la figura «fondo de fondos[3]» o la

[3] Fondos que toman participaciones en otros fondos de capital riesgo.

adquisición de empresas cotizadas con el objeto de su exclusión del mercado. Asimismo, esta ley atribuyó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el grueso de las competencias regulatorias en materia de acceso a la actividad y supervisión. Este marco legislativo situó a España entre los países europeos con una legislación más favorable para el desarrollo del sector de capital riesgo. El dinamismo del sector a lo largo de este período no solo se manifestó en términos de volumen, sino también en términos de mayor madurez, al incorporar características propias de los principales mercados internacionales de capital riesgo: mayor competencia, al aumentar el número de operadores nacionales gracias al impulso de la captación de fondos, mayor presencia de operadores internacionales y operaciones más grandes y sofisticadas.

Esta etapa posicionó a España entre los principales mercados europeos de capital riesgo, junto con Reino Unido, principal mercado en Europa, Francia, Alemania e Italia. Actualmente, la aportación del sector de capital riesgo a la economía española está en torno al 0,23 por 100 del PIB, en línea con la media europea: (0,25 por 100) y con mercados de capital riesgo tan importantes como el francés o alemán, donde la contribución al PIB es del 0,29 por 100 y el 0,18 por 100 respectivamente. Sin embargo, este porcentaje está alejado del de Reino Unido, líder indiscutible europeo de esta industria, cuyo peso respecto al PIB se sitúa en torno al 0,50 por 100[4] (Gráfico 3).

3ª etapa. Recesión económica, cese del crecimiento de la actividad (2009 - 2013)

La crisis económica también afectó al capital riesgo, tanto en España como en el resto del mundo, al ser un sector muy vinculado al ciclo económico. En este período, el conjunto de la actividad se reduce como resultado de la dificultad para captar nuevos fondos, mientras que la falta de financiación bancaria de acompañamiento complica la estructuración de operaciones de tamaño mediano grande, la cartera de empresas participadas por el conjunto del sector sufre los efectos de la recesión y la falta de compradores frena la desinversión.

Sin embargo, el sector mantiene la actividad principal que lo caracteriza como financiador de la pyme, invirtiendo cada año en unas 500 empresas, de las cuales el 85 por 100 son pymes. En este período destaca el papel de los fondos internacionales de capital riesgo, cuya actividad en España a través de la inversión en operaciones de gran tamaño, sostiene el mercado nacional de capital riesgo y demuestra la confianza en el tejido industrial español. Paralelamente, el *Venture Capital* que hasta antes de la crisis tenía un peso reducido en el conjunto de la actividad, comienza a tomar protagonismo a través de entidades nacionales, impulsando la inversión en *start ups*, especialmente las tecnológicas, y configurándose como un actor relevante en la financiación de este tipo de empresas[5].

2014 ¿Inicio de una nueva etapa?

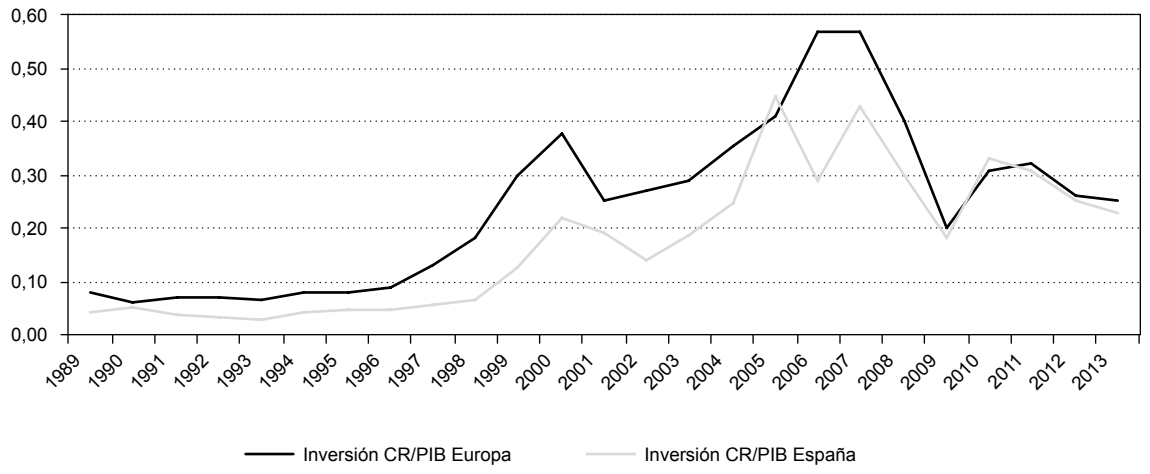
En el segundo semestre del 2013 se produjo un cambio de escenario económico al combinarse varios factores positivos. Por una parte, los principales indicadores macroeconómicos comenzaron a recuperarse como resultado de las reformas económicas llevadas a cabo y del aumento de la competitividad de las empresas españolas. Simultáneamente, la percepción del inversor internacional cambió significativamente y España de nuevo comenzó a atraer inversión extranjera (en 2013 España ocupaba el noveno puesto en el *ranking* de países que recibieron mayor volumen de inversión extranjera). Esta tendencia se ha mantenido en la primera parte de 2014, registrando crecimientos importantes en las principales variables de actividad del capital riesgo inversión, captación de recursos y desinversión). Cabe notar, en especial, el aumento de la captación de fondos por parte

[4] Según datos EVCA / PEREP_Analytics, 2014.

[5] De las 543 operaciones cerradas en 2013, 377 fueron operaciones de *Venture Capital.*

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN COMO PORCENTAJE DEL PIB EN ESPAÑA Y EUROPA (En %)



FUENTE: ASCRI/webcapitalriesgo y EVCA/PEREP_Analytics.

de las entidades nacionales, cuya dificultad para levantar nuevos fondos para la inversión estaba comprometiendo el desarrollo de su actividad inversora.

El dinamismo de la actividad se produce coincidiendo con un nuevo marco legal, resultado de la transposición de la Directiva Europea de Gestores de Fondos de Inversión Alternativa, cuyos detalles se describen en el apartado 5.

5. Nuevo marco regulador[6]

A partir de 2014 se establece un nuevo régimen regulatorio de las entidades de capital riesgo en España; Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, la Ley).

La Ley tiene por objeto *i*) transponer la Directiva de Gestores de Fondos de Inversión Alternativa (en adelante, la AIFMD), que entró en vigor el 21 de julio de 2011 y que fija el marco armonizado de condiciones de autorización, comercialización, conducta y organización de las gestoras de los fondos de capital riesgo a nivel europeo; *ii*) regular la nueva figura de entidades de capital-riesgo pymes (ECR–Pymes), para promover la financiación de empresas en sus primeras etapas de desarrollo; y *iii*) revisar el régimen de capital-riesgo para fomentar una mayor captación de fondos, que permita la financiación de un mayor número de empresas.

Las principales novedades para el sector de capital riesgo en virtud del Proyecto de Ley se pueden resumir en los siguientes puntos:

[6] Para este apartado se ha contado con la colaboración de Isabel Rodríguez, socia de King&Wood Mallesons SJ Berwin.

Ámbito de aplicación de la Ley

La Ley pasa a ser de aplicación, además de a las gestoras de entidades de capital riesgo, a aquellas que gestionen entidades de tipo cerrado, entendiéndose como tales aquellas que cuenten con políticas predefinidas de inversiones y de reparto de retorno entre los inversores que puedan estar operando en España con forma de sociedad mercantil, invirtiendo en valores no cotizados, pero que no cumplían con el régimen de inversiones y de diversificación previsto en la legislación anterior. La nueva Ley excluye de su ámbito de aplicación aquellas entidades cuyos estatutos o documentos constitutivos restrinjan la captación de capital a un único inversor.

Sin perjuicio de lo anterior, las sociedades que gestionasen entidades de capital riesgo (ECR) antes de la entrada en vigor de esta Ley y que no vayan a efectuar nuevas inversiones, podrán seguir gestionándolas sin necesidad de adaptarse a las exigencias del nuevo texto.

Nuevo régimen de autorización e información

En la nueva normativa se produce una simplificación sustancial del régimen de intervención administrativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), si bien se mantiene el requisito de autorización previa para las sociedades gestoras y sociedades de capital riesgo autogestionadas. Por tanto, para la constitución de fondos y sociedades de capital riesgo, cuya gestión se delegue a una sociedad gestora previamente autorizada, sólo se necesitará llevar a cabo un registro *ex post*. De este modo, se produce la eliminación de cargas administrativas que lastraban la competitividad del capital riesgo en torno a 19.000 euros anuales.

Por el contrario, la Ley establece un régimen más detallado sobre la información que las SGEIC deberán facilitar tanto a los inversores como a la CNMV, debiendo publicar, por cada una de las ECR o entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICCs en adelante), que gestionen, un informe anual y un folleto informativo. Específicamente, el folleto informativo deberá editarse con carácter previo a su inscripción en el registro administrativo y el informe anual estará integrado por las cuentas anuales, el informe de gestión, el informe de auditoría, la información sobre remuneraciones de altos directivos, así como todo cambio material en la información proporcionada a los partícipes o accionistas que se haya producido durante el ejercicio objeto del informe.

Creación de nuevas entidades de inversión

La Ley introduce en el ordenamiento jurídico la creación de los siguientes tipos de entidades: *i*) las EICCs que, careciendo de objetivo comercial o industrial, recaban capital de inversores mediante actividades comercializadoras para su ulterior inversión, sin estar sujetas a un régimen de inversión específico, diferenciándose de este modo de las entidades capital riesgo; *ii*) ECR– Pymes, consideradas como un tipo especial de ECR que, pudiendo adoptar la forma jurídica de fondo o sociedad de capital riesgo, deberán mantener al menos un 75 por 100 de su activo computable en préstamos participativos, instrumentos híbridos, acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital e instrumentos de deuda con o sin garantía de empresas en las que la ECR-Pyme ya tenga una participación a través de alguno de los instrumentos anteriores, todo ello en aras a financiar a las pequeñas y medianas empresas para, finalmente, acabar con la fuerte dependencia de éstas de los créditos bancarios, sobre todo en las fases de desarrollo y expansión; y finalmente *iii*) las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) para reemplazar a las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGECR).

Comercialización y gestión transfronteriza

Por otra parte, se establece, por primera vez en el ordenamiento jurídico español, el régimen específico

para la comercialización de acciones o participaciones de entidades españolas de capital riesgo, mediante actividad publicitaria a colectivos tales como: *i*) inversores considerados clientes profesionales; *ii*) directivos, administradores o empleados de la sociedad gestora; *iii*) así como inversores que comprometan, al menos, 100.000 euros y declaren, por escrito, en un documento distinto al acuerdo de suscripción, que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso previsto.

Asimismo, se permite a las gestoras con «pasaporte europeo» gestionar entidades de capital riesgo, toda vez que éstas estén establecidas en algún Estado miembro de la Unión Europea, permitiendo de esta manera la gestión transfronteriza de entidades de capital riesgo autorizadas por el organismo regulador de otro Estado miembro de la Unión Europea.

Flexibilización del coeficiente obligatorio de inversión

Sigue vigente la obligación de las ECR de mantener al menos un 60 por 100 de su activo computable en *i*) acciones u otros valores o instrumentos financieros que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas y participaciones en el capital de empresas que sean objeto de su actividad; *ii*) la inversión en acciones y participaciones en el capital de empresas no financieras que cotizan o se negocian en un segundo mercado de una bolsa española, en un sistema multilateral de negociación español o en mercados equivalentes de otros países y *iii*) la concesión de préstamos participativos a las mismas.

Sin embargo, la nueva Ley amplía el tipo de activos a los que se puede destinar esta inversión obligatoria, incluyendo: *i*) inversiones a través de préstamos participativos (sin limitación, siempre que se dirijan a empresas que sean objeto de su actividad, cuya rentabilidad esté completamente ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa); y/o *ii*) la inversión en acciones o participaciones de otras ECR. Este último punto supone una importante novedad respecto a la derogada LECR, al desaparecer los denominados fondos de fondos.

Asimismo, la Ley amplía los supuestos en los que se permite el incumplimiento temporal del coeficiente obligatorio de inversión: *i*) aportación de recursos adicionales a las ECR y *ii*) disminución de capital en una Sociedad de Capital Riesgo autogestionada.

Otras novedades

Asimismo, la Ley establece otras novedades con respecto a la legislación anterior, principalmente relacionadas con los requisitos de estructura y organización de las SGEIC, con el objetivo de garantizar el control de riesgos, liquidez y de conflictos de interés, así como para cumplir con una política de remuneraciones adecuada.

Las SGEIC, cuando sus activos bajo gestión superen unos determinados umbrales (100.000.000 de euros, o 500.000.000 de euros sin apalancamiento y sin derechos de reembolso los cinco primeros años), deberán cumplir con los requisitos establecidos en la AIFMD.

6. Principales magnitudes del sector

Actualmente, el sector de capital riesgo en España cuenta con unas 201 entidades activas, de las cuales 104 son nacionales con mayoría de capital privado, 17 son nacionales con mayoría de capital público y 88 son internacionales, de las cuales 18 cuentan con una oficina en España. El conjunto del sector gestiona aproximadamente 25.000.000 de euros, de los que alrededor de 14.000 millones proceden de inversores extranjeros.

Las tres principales magnitudes que describen al sector son las siguientes: captación de recursos a largo plazo por parte de entidades de capital riesgo, inversión de sus recursos en empresas y desinversión de participaciones y retorno de los recursos a los aportantes de fondos.

Captación de recursos

El inicio de la crisis a partir de finales de 2008 afectó a todas las variables de actividad de capital riesgo y en especial a captación de nuevos recursos[7], debido a la falta de liquidez por parte de los inversores en un escenario de incertidumbre económica. Del máximo alcanzado en 2007, cuando la captación de fondos en España situó en 5.300 millones de euros, se pasó en los siguientes años a unos 2.000 millones de euros de captación anual. De esta cifra, la parte correspondiente exclusivamente a la captación de fondos por las entidades privadas nacionales experimentó una caída drástica, pasando de los 3.587 millones de euros levantados en 2007 a los 238 millones de euros en 2011, registro mínimo desde el año 2000, que pone de manifiesto la enorme dificultad en la que se ha encontrado el sector para llevar a cabo su actividad de captación, tanto en España como a nivel internacional. En 2013, el Gobierno, a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO), creó y puso en marcha el primer fondo de fondos público (Fond-ICO Global), dotado con 1.200 millones de euros[8] y gestionado por la entidad de capital riesgo pública Axis. Este instrumento ha sido una iniciativa determinante para el futuro del sector de capital riesgo, lo que unido al cambio de percepción de la economía española a partir del tercer trimestre de 2013, ha supuesto un cambio de tendencia reactivando la captación de nuevos fondos de las gestoras españolas. En el primer semestre del 2014 la captación alcanzó un total de 2.112 millones de euros, de los cuales 1.155 millones de euros correspondían a captación nacional privada.

En la composición de los proveedores de recursos al capital riesgo destacan las empresas no financieras, particulares e inversores públicos, que aportaron el 23 por 100, 15 por 100 y 13 por 100, respectivamente, como promedio en el período 2009-2013, así como las instituciones financieras (20 por 100), que redujeron su peso a la mitad respecto al anterior período en el que se posicionaban como principal aportante. Destaca el reducido peso de los inversores institucionales nacionales, como los fondos de pensiones, que no superan el 1-2 por 100 de aportación de los fondos de capital riesgo captados anualmente, frente a la relevancia de este tipo de inversor a nivel internacional en los fondos europeos y norteamericanos de capital riesgo, a los que suelen aportar entre el 22 por 100 y el 48 por 100, respectivamente[9], de los recursos captados por el sector.

Inversión

Desde el año 2000 la inversión de capital riesgo en la economía española siempre ha superado los 1.000 millones de euros de inversión anual, alcanzando su máximo en 2007, cuando se invirtieron 4.431 millones de euros. El último dato disponible para el primer semestre del 2014 arroja un total de inversión de 1.174 millones de euros de inversión en más de 200 empresas. La inversión de capital riesgo en España destaca por dirigirse fundamentalmente hacia la pyme (entre el 80 por 100 y el 90 por 100 de las operaciones de inversión anuales son de menos de cinco millones de euros en empresas en fase de arranque y expansión). Estas inversiones están protagonizadas por las ECRs nacionales. Por el contrario, los fondos internacionales de capital riesgo destacan por su papel a la hora de financiar compañías en operaciones de gran tamaño, dotando al mercado español de mayor peso (en el primer semestre 2014 estos fondos contribuyeron al 70 por

[7] Esta variable incluye los recursos captados por entidades privadas españolas, el volumen imputado a partir de las inversiones efectivas en España durante el año de las ECR internacionales y los recursos obtenidos de los P.G.E y autonómicos por las entidades de capital riesgo públicas.

[8] En sus dos primeras adjudicaciones Fond-ICO Global ha aportado a un total de 14 Entidades de Capital Riesgo unos 437.000.000 de euros (que, con el efecto multiplicador sobre otros inversores, supondrá obtener unos compromisos de inversión totales de 1.325 millones de euros).

[9] Según datos de la EVCA para Europa y del Private Equity Growth Capital Council para Estados Unidos.

100 del volumen invertido). No obstante, también hay que señalar el aumento de interés de los fondos internacionales de *Venture Capital*, cuya actividad financiadora de *start ups* españolas en coinversión con fondos nacionales está creciendo en los últimos años, debido en parte al crecimiento del ecosistema emprendedor en España.

Desinversión

Con la desinversión o salida de la empresa de capital riesgo de la empresa invertida acaba el ciclo de actividad del capital riesgo. A principios de los años noventa, la desinversión era bastante moderada y de media no alcanzaba los 120.000.000 de euros. El desarrollo de esta variable ha sido bastante más lento que el del resto de los indicadores de actividad de capital riesgo y hasta el año 2005 no se produjo un salto significativo. Ese año se registraron 1.337 millones de euros de desinversión (a precio de coste). En el primer semestre 2014, la desinversión se situó en 1.769 millones de euros en 170 operaciones. Este dato positivo se justifica por el apetito de los inversores extranjeros, tanto industriales como financieros, por las empresas españolas, la apertura de los mercados de deuda y bolsa y unas valoraciones atractivas de las compañías tanto para el vendedor como el comprador.

7. Conclusiones

El resultado de las reformas estructurales llevadas a cabo en la economía española a partir de 2012 se está empezando a materializar de forma lenta pero sostenida. Entre los elementos dinamizadores destaca la pyme como motor del crecimiento económico; por ello, fomentar e impulsar su acceso a la financiación, tanto propia como ajena, con recursos a largo plazo se presenta como un objetivo fundamental de política económica.

En este sentido, el capital riesgo es uno de los principales instrumentos de intermediación financiera no bancaria, y en concreto el principal mecanismo para proporcionar recursos propios a las empresas no cotizadas en cualquier fase, actividad o región; por ello, la actividad de este sector debe seguir siendo considerada como esencial para contribuir al desarrollo del tejido empresarial español.

Referencias bibliográficas

[1] ASCRI (varios años): «Informe Venture Capital & Private Equity».

[2] DELOITTE (2010): «Mejores prácticas y oportunidades de evolución de la industria de capital riesgo». Fundación de Estudios Financieros.

[3] IEB (2012): «Radiografía del Private Equity tras la crisis financiera».

[4] MARTÍ PELLÓN, J. (2001): «El Capital Inversión en España, 2000». Cívitas.

[5] MARTÍ PELLÓN, J. (2012): «Impacto económico y social del capital riesgo 2011».

[6] PRIVATE EQUITY GROWTH COUNCIL (2013): «Long Term Commitments: The Interdepence of Pension Security and Private Equity».

[7] ROURE, J. (2005): *El ciclo del capital riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.

En el próximo número de
Información Comercial Española. Revista de Economía

Europa del Este. 25 años después de la caída del muro

Esther del Campo García y Ruth Ferrero Turrión	Presentación
Cristina Manzano Porteros	El reordenamiento internacional en estos 25 años, con especial consideración a Europa
Ignacio Molina A. de Cienfuegos	La ampliación de la Unión Europea
Francisco J. Ruiz González	La Rusia de Putin y sus relaciones con Occidente
Rubén Ruiz Ramas	Regímenes neopatrimonialistas en Asia Central
Ruth Ferrero Turrión	Las migraciones intraeuropeas del Este de Europa
Simón Sosvilla Rivero y María del Carmen Ramos Herrera	Mecanismos cambiarios y adaptación a la Unión Europea
Esmeralda Linares Navarro	La estrategia de offshoring en países de Europa del Este

Coordinadores: **Esther del Campo García y Ruth Herrero Turrión**

Últimos números publicados:

La agenda comercial bilateral de la UE

50 Aniversario de la primera Ley de Competencia en España

Claves de los mercados internacionales para las pymes

Relaciones UE-Norte de África

Números en preparación

Empleo juvenil

Desarrollo y economía global

España y las relaciones transatlánticas

Joaquín López Pascual*

EVOLUCIÓN Y ANÁLISIS DE LA FINANCIACIÓN DE LA PYME EN ESPAÑA

El presente artículo analiza la evolución de la financiación de las pequeñas y medianas empresas, prestando especial consideración a su financiación tradicional y a otras fuentes de financiación alternativa que deben ser desarrolladas y tenidas en cuenta por las empresas. La importancia que las pequeñas y medianas empresas tienen como motor de crecimiento y empleo las convierten en un elemento clave en las políticas económicas de crecimiento. En este estudio se analiza el contexto económico como factor determinante de su financiación, y en especial la intensidad de la crisis originada, que se ha manifestado con especial intensidad a partir del año 2008 modificando las estructuras de financiación en las empresas y haciendo más compleja, su acceso a la financiación. Se abordan las diversas fuentes de financiación prestando especial atención a la financiación bancaria, al proceder la mayoría de la financiación de estas empresas de las entidades financieras. También se exponen otras fuentes de financiación destinándose un apartado especial a aquellas que si bien todavía no alcanzan un peso muy relevante pueden constituir una alternativa complementaria a otras más tradicionales en nuestro tejido empresarial (business angels, crowfunding, etcétera), pudiendo permitir a las pymes procesos de financiación distintos que cobren mayor desarrollo futuro, y que están siendo implementados, con los correspondientes desarrollos normativos a nivel nacional y europeo.

Palabras clave: *financiación, mercado financiero, España.*
Clasificación JEL: *E42, G21, G28, L53.*

1. Introducción

En este nuevo ciclo de recuperación económica por el que empieza a atravesar nuestro país, el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas (pymes) ante el nuevo cambio de tendencia que se percibe es un motor clave de la recuperación económica nacional. Su desarrollo debe ser apoyado desde todas las instituciones públicas y privadas, concitando todos los esfuerzos necesarios para que las pymes vuelvan a ser el motor de empleo que nuestra economía necesita.

La pequeña y mediana empresa tiene un peso fundamental en nuestra economía y sociedad,

* Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad Rey Juan Carlos.

pudiéndose cuantificar su importancia desde diversas perspectivas.

Es innegable la importancia de las pymes en el tejido empresarial español y su enorme peso social y económico. En nuestro país, buena parte del tejido empresarial se basa en la pyme, que representa un 99,9 por 100 del total de empresas españolas. Esta importancia de las pymes en España no supone un caso aislado con respecto a la Unión Europea, donde las pymes representan el 99,8 por 100 del total.

Cabe destacar, igualmente, que las pymes suponen la principal fuente de empleo para los españoles, aportando un 62,9 por 100 del total. Esta cifra se sitúa ligeramente por debajo de la media de la Unión Europea (67,4 por 100).

Asimismo, su contribución a la inversión empresarial también es muy sustancial. Dicha variable es muy relevante, tanto como componente de la demanda agregada, pues representa casi un 20 por 100 del PIB, como desde el punto de vista de la oferta, ya que es un factor determinante de la evolución del producto potencial de la economía.

Las pymes han sido, probablemente, uno de los actores que más directamente han sido castigadas en los siete años de crisis que llevamos desde el estallido de la gran recesión. Se han modificado sustancialmente las condiciones del acceso a la financiación externa lo que ha obligado a las empresas a cambiar su estructura financiera (recursos propios *versus* ajenos) y sus fuentes de financiación (autofinanciación *versus* financiación externa).

2. El contexto económico como factor determinante en su financiación

No cabe duda que las pymes no pueden ser ajenas al contexto económico en el que se encuentran inmersas. En este sentido, su análisis se puede abordar desde un enfoque macroeconómico centrado en el contexto como elemento determinante en sus procesos de financiación, especialmente externos.

El sobreendeudamiento de las economías y del sector empresarial, y por ende de las pymes, previo a la crisis financiera, debe ser un marco de referencia básico. Si bien existen diversas corrientes de opinión académicas sobre las causas que dieron lugar a la crisis de 2007 (Sebastián González y López Pascual, 2015), la mayoría parece situar su epicentro en Estados Unidos. No obstante, los factores que se producen en esta economía son perfectamente extrapolables al resto, debido, entre otras razones, al proceso de globalización económico en general y de los mercados financieros en particular. Por todo ello, merece la pena dedicar un breve análisis a la situación en Estados Unidos.

El contexto norteamericano no permite afirmar que el origen de la crisis sea solamente una «burbuja inmobiliaria» sino que también es preciso tener presente una visión económica y de marco regulatorio.

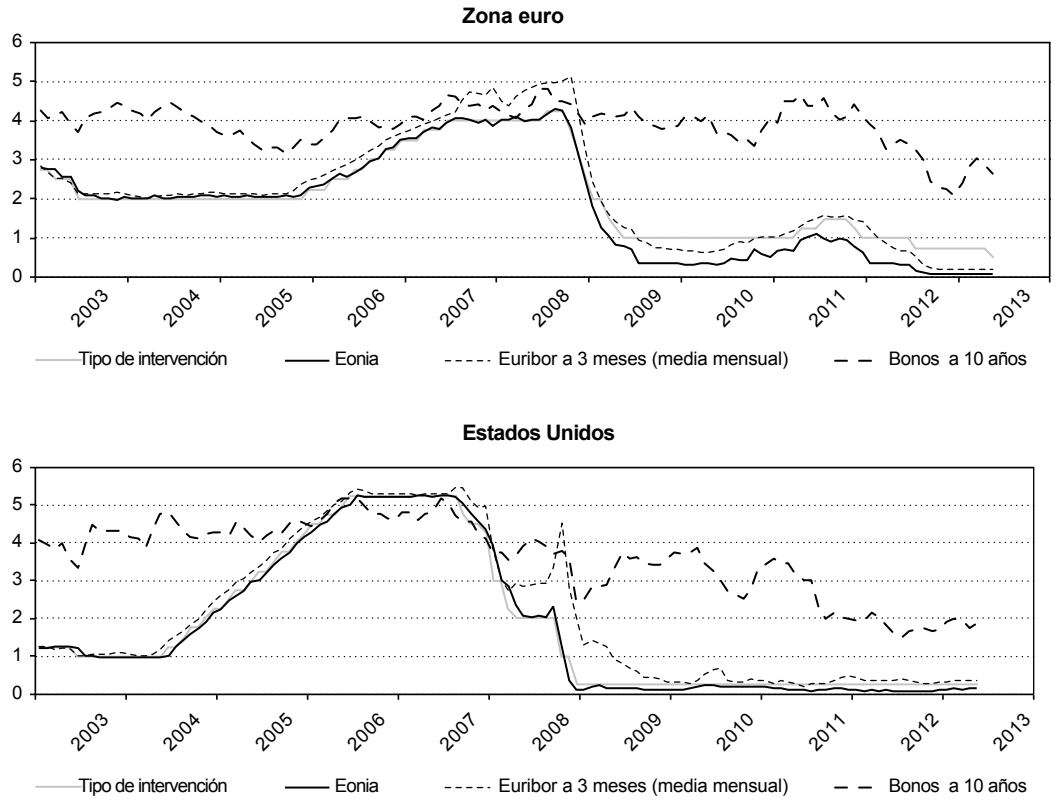
Diversos analistas apuntan a la existencia de una enorme liquidez a principios del Siglo XXI generada por varios factores, tales como la huída de capitales después del estallido de la burbuja tecnológica, y un escenario de fuerte bajada de los tipos de interés. En efecto, a partir de finales de 2001 la Reserva Federal americana, con el fin de reactivar el consumo, llevó a cabo una política monetaria de carácter expansivo. Dicha orientación contribuyó a un endeudamiento desmedido, permitiendo el acceso a hipotecas a personas que no tenían capacidad crediticia mínima para poder hacer frente a sus préstamos.

En efecto, el marco económico se había caracterizado por unos bajos tipos de interés (del 1 por 100 en 2003) que provocaron una gran cantidad de liquidez en busca de un destino para invertir. Esto devino en una gran expansión del crédito, hasta tal punto que la expresión *We use the house like an ATM* se hizo popular.

Como se puede observar en el Gráfico 1, la subida de tipos de interés producida a lo largo de 2004 para intentar parar esta burbuja inmobiliaria y detener la inflación, provocó que se empezaran a producir dificultades

GRÁFICO 1

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA EURO Y ESTADOS UNIDOS
(En %)



FUENTE: Banco Central Europeo y Banco de España.

en el pago de intereses y en la amortización del principal de las deudas contraídas, apareciendo los primeros impagos.

Por su parte los ahorros provenían de mercados emergentes que estaban prestando a las economías más desarrolladas, en lugar de al revés como venía siendo tradicional. Ello resultó en unas economías desarrolladas que cada vez pedían prestado más, provocando una fragilidad económica y contribuyendo a la creación y desarrollo de burbujas, donde los activos tenían un precio mucho mayor que su valor.

En este contexto se concedieron créditos hipotecarios sin las suficientes garantías, de tal modo que muchos prestatarios no reunían las condiciones necesarias para devolver los principales y/o intereses de los préstamos obtenidos, una buena parte de los cuales habían servido de garantía para emisiones titulizadas. A su vez, esas emisiones calificadas por agencias de *rating* fueron adquiridas por inversores institucionales, tanto fondos de pensiones como de inversión o *hedge funds*. Esto permitió la transferencia del riesgo de un producto financiero a otro, contagiando

buena parte de instrumentos financieros y de entidades de crédito.

Por su parte, el ámbito regulatorio norteamericano sufrió profundas transformaciones. Desde la *Glass and Steagall* Act del año 1933 se estableció la división tradicional entre banca comercial y banca de inversión. Algunos factores como la desintermediación, la desregulación y la globalidad de los mercados, motivaron al legislador a derogar esta Ley y sustituirla, en el año 1999, por la *Gramm-Leach-Bliley Act* (GLBA), conocida como la Ley de Modernización de los Servicios Financieros, en la que se finalizaba con esa división histórica del modelo de banca.

Esta derogación de la Ley del año 1933 es considerada por algunos, como Paul Volker, como el verdadero origen de la crisis de 2007. Los bancos comerciales, que podían tomar más riesgos y apalancarse más, pudieron convertirse al mismo tiempo en bancos de inversión.

Recientemente la conocida como *Dodd-Frank Ac*t del 2010, daba una respuesta a la crisis financiera del 2007 centrando su actuación en los siguientes aspectos: consolidación de las agencias regulatorias, incremento de la transparencia fiscal (sobre todo en derivados financieros), reformas en materia de protección de consumidores financieros, desarrollo de instrumentos financieros para la crisis, endurecimiento de la regulación de las agencias de *rating*, etcétera.

Este contexto ha marcado un punto de inflexión económico, y social, provocando efectos conocidos como el sobredimensionamiento de la deuda y una fuerte restricción de liquidez afectando, como no podía ser de otra manera, a las pymes y a su vulnerabilidad por el volumen de endeudamiento alcanzado (véase sobre este tema Reinhart y Rogoff, 2013, publicado por el Fondo Monetario Internacional).

Además, otro efecto directo de la crisis ha sido la necesidad de que las empresas tuvieran que modificar su estructura financiera, en especial, sus fuentes de financiación, sobre todo las externas y especialmente en lo referido a su dependencia del crédito bancario.

En efecto desde el inicio de la crisis de 2007 las condiciones de acceso a la financiación externa han cambiado por completo lo que ha llevado aparejado una modificación de la estructura financiera de las empresas y muy especialmente, como no podría ser de otra manera, de las pymes en sus dos tradicionales fuentes de financiación: la autofinanciación y la financiación externa.

3. Las fuentes de financiación

La evolución de la crisis y de la coyuntura recogida en el apartado anterior ha tenido un impacto directo en la estructura y financiación de las empresas en general y en las pymes en particular. En efecto la actual crisis económica ha modificado la estructura financiera y las condiciones de financiación de las empresas de los países de la eurozona, así como en las restricciones de las empresas a la hora de acceder a la financiación externa, sobre todo bancaria.

Como señalan Maudós y Fernández de Guevara (2014) los cambios que se han producido en la estructura financiera de las empresas antes y después de la crisis se vislumbran con claridad. Para el agregado de la eurozona, la financiación total creció en el período de expansión a una tasa anual cercana al 7 por 100, registrándose en el período de crisis una tasa ligeramente positiva (0,5 por 100) que se explica por la caída de la contribución de los recursos propios y la ralentización de la financiación ajena. Además, la financiación ajena explica el 41 por 100 del aumento de la financiación total de 2000-2007, mientras que en el período 2007-2012 su contribución disminuye en un 61 por 100. España es el país de la eurozona en el que más creció la financiación total en el período de expansión, a un ritmo del 14,2 por 100. En el resto de grandes economías europeas, el crecimiento fue más moderado, sobre todo en Alemania (3,2 por 100 al año). En España el aumento de la financiación ajena explica cerca del 45,3 por 100 de la variación de la financiación total.

La autofinanciación

Es un hecho innegable que la mayor parte de empresarios recurre a ahorros propios, de familia y amigos para montar sus pequeños y medianos negocios o dar continuidad o ampliar el existente. Si bien es difícilmente cuantificable el nivel de recursos que esta fuente de financiación supone para las pymes, no es menos cierto que supone el primer, y en ocasiones fundamental, recurso financiero para las empresas.

Algunas estimaciones sitúan la autofinanciación hasta en un 40 por 100 del emprendimiento total del pequeño y mediano empresario, hasta tal punto que la autofinanciación, junto con la financiación bancaria, constituyen el «núcleo duro» de las fuentes de financiación para las pymes.

En definitiva, las pymes deben financiar gran parte de su creación, crecimiento y, en suma, viabilidad con los fondos generados internamente.

La financiación bancaria

Hablar de financiación de la pyme en España es hablar de financiación bancaria. Nuestro país ha sido tradicionalmente un país bancarizado, en el que el mayor porcentaje de recursos de las empresas provienen de las entidades financieras. La vía común y natural para una pyme española ha sido acceder a un préstamo bancario.

Con datos de 2012, la vía de financiación ajena más importante era el préstamo, representando el 31 por 100 de la financiación total (propia y ajena) de las empresas europeas. El préstamo incluso ganó peso desde el año 2000 (en concreto, más cinco puntos porcentuales en la eurozona) en todos los países, con la excepción de Austria, donde cayó 13,5 puntos y en Alemania y Bélgica con caídas más suaves de 0,6 puntos y 1,3 puntos, respectivamente. El mayor aumento tuvo lugar en Grecia, donde el peso del préstamo bancario en el total de la financiación empresarial pasó del 24 por 100 en 2000 al 53 por 100 en 2012. España es uno de los países en donde más creció el peso del préstamo en el total de los pasivos financieros, en concreto del 27,3 por 100 al 39,6 por 100.

Como señalan Maudós y Fernández de Guevara (2014) también el crédito comercial pesa más en España que en la media de la eurozona (12,3 por 100 frente 10,4 por 100). Desde 2010, año en el que el préstamo a las empresas alcanzó su valor máximo en España, su peso en el total de la financiación cayó del 42 por 100 al 37 por 100 en 2013. En el caso concreto del préstamo bancario, la caída fue del 26,6 por 100 al 20,3 por 100. Por su parte, el crédito comercial también cayó del 14,9 por 100 en 2010 al 10,5 por 100 en 2013.

Si bien de 2000 a 2007 el crédito bancario incrementó su importancia como fuente de financiación de las empresas europeas, en el período posterior ha perdido parte del terreno ganado. En el caso de las empresas españolas, la financiación bancaria también ha perdido importancia relativa durante la crisis (6,3 puntos porcentuales en el total de los pasivos de las empresas), aunque el peso en el total de la financiación siempre ha sido más importante.

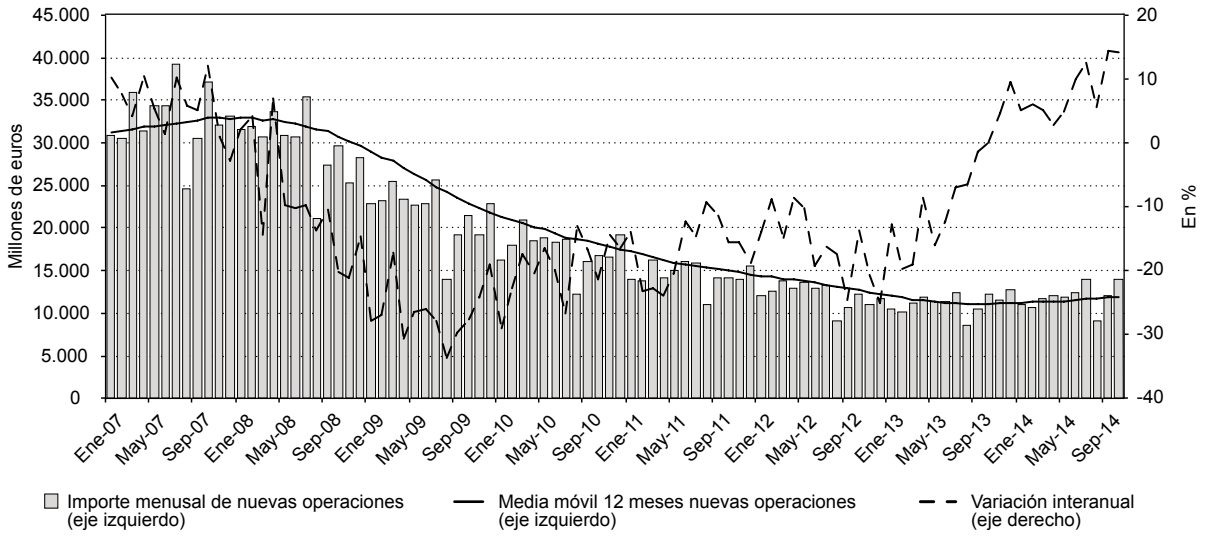
El porcentaje de pymes españolas que declaran que los bancos suben los tipos de interés siempre ha sido superior a las que declaran lo contrario, llegando a alcanzar 80 puntos porcentuales la diferencia, casi 30 puntos más que en la eurozona. La situación ha mejorado a partir de 2013, aunque el porcentaje neto de respuestas sigue siendo alto y superior al de la eurozona, encabezando el *ranking* de países.

Pues bien, los principales problemas de las pymes a la hora de acceder a la financiación derivaron del endurecimiento de la condición del crédito. En el cuarto trimestre de 2012 un 63,8 por 100 recibían el préstamo, aunque en condiciones más duras, mientras que un 1 por 100 de las pymes lo rechazaron debido a este endurecimiento. Las denegaciones alcanzaron el 26 por 100, y el 5 por 100 restante correspondieron a solicitudes pendientes de respuesta.

Como es fácilmente imaginable, el principal motivo aducido por las entidades financieras para la denegación

GRÁFICO 2

NUEVO CRÉDITO A PYMES
(Préstamos de hasta 1.000.000 de euros)



FUENTE: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia

del crédito fue, en la mayoría de los casos, que las garantías aportadas eran insuficientes.

Para analizar cómo ha evolucionado el flujo de crédito hacia las pymes, atenderemos a los datos del Banco de España de crédito nuevo, concedido por entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito a sociedades no financieras por importes inferiores a 1.000.000 de euros. Estos datos son los que se suelen utilizar como *proxy* para el crédito a pymes. Como se puede observar en el Gráfico 2, a partir del año 2008, coincidiendo con la expansión de la crisis financiera y sus repercusiones ya conocidas, las pymes sufrieron una fuerte restricción crediticia. La situación se agudizó especialmente entre los años 2009 y 2012, cuando el crédito a pymes cayó interanualmente entre un 15 y un 25 por 100.

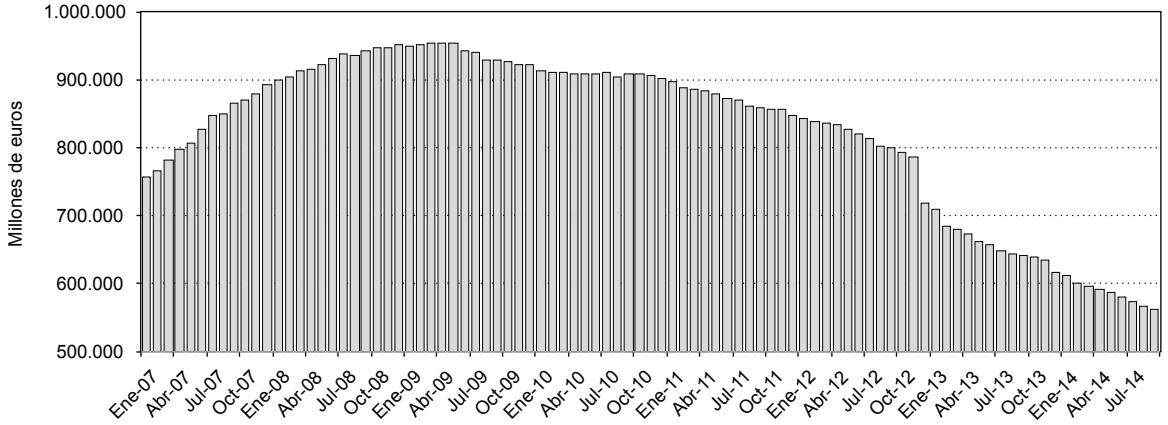
A partir de 2012 y hasta mediados de 2013 el crédito nuevo a las pymes siguió sufriendo caídas, aunque desde mediados de 2013 con una marcada tendencia de desaceleración. Pero ha sido desde el verano de 2013 cuando el crédito a pymes ha experimentado un claro cambio de signo, con tasas interanuales que en algunos meses han superado el 10 por 100.

Este nuevo impulso en el crédito no es óbice para que continúe el proceso de desapalancamiento de las empresas no financieras españolas. Como se puede observar en el Gráfico 3, según datos del Banco de España, el saldo vivo de préstamos que tienen las empresas no financieras españolas[1] ha venido descendiendo desde mediados de abril de 2009. Este descenso ha continuado produciéndose durante finales de 2013 y principios de 2014, incluso cuando los flujos de crédito

[1] El Banco de España no ofrece en su *Boletín Estadístico* una desagregación del saldo vivo de préstamos a empresas por su importe, como sí lo hace en las nuevas operaciones de préstamo. Por tanto, en esta variable no se puede hacer una distinción entre pymes y grandes empresas, y el análisis se circunscribe al conjunto de empresas no financieras.

GRÁFICO 3

SALDO VIVO DE CRÉDITOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTE: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia.

nuevo estaban en cifras positivas. Este hecho es muy positivo, dado que el sector empresarial español se encuentra todavía excesivamente apalancado.

Por último, cabe destacar otro aspecto reseñable en el crédito a las pymes, que ha permanecido inalterado en la coyuntura expansiva (primero), en la etapa contractiva del crédito (entre 2008 y 2013) y también en el actual escenario de recuperación (desde verano de 2013). Este hecho, como se puede observar en el Gráfico 4, es que el flujo nuevo de préstamos bancarios a las pymes se concentra mayoritariamente en el corto plazo, en vencimientos de hasta un año.

Es de desear y esperar que el acceso a la financiación bancaria sea más dinámico, especialmente atendiendo al tamaño de las empresas, dado el condicionado proceso de búsqueda de fuentes de financiación alternativa. Todo ello facilitaría el proceso exportador de las empresas de menor tamaño, lo que contribuiría a la creación neta de puestos de trabajo en línea con las actuaciones gubernamentales a favor de esta dinámica. En todo caso, es claro que las pymes deben incrementar sus fuentes de financiación sin la excesiva dependencia hacia la financiación bancaria.

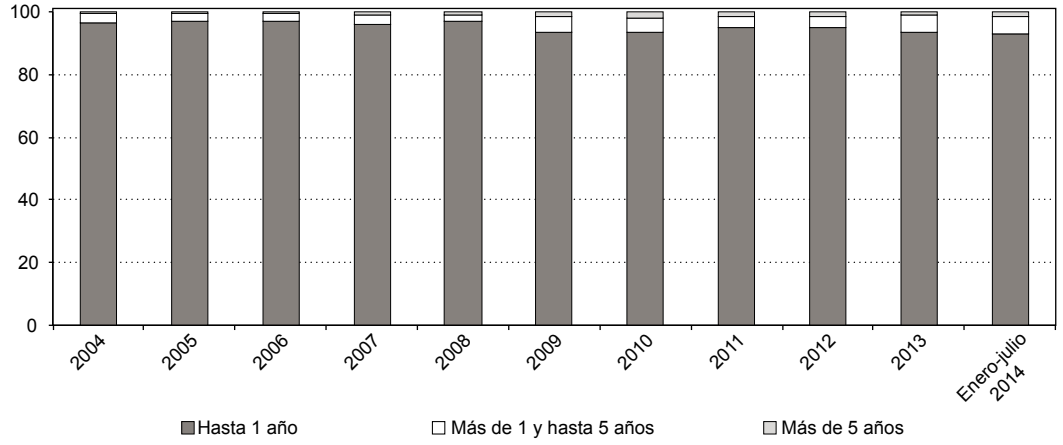
En definitiva, y en línea con lo manifestado recientemente por el informe de la OCDE para España, las pymes dependen en exceso del crédito bancario. En consecuencia, hay que seguir fomentando la diversificación de sus fuentes de financiación.

Por su parte, el capital riesgo, entendiendo por tal el practicado por entidades financieras con el objetivo de tomar participaciones temporalmente, presenta, también, potencialidades a la hora de financiar empresas en un momento del ciclo económico en el que la financiación ciertamente ha escaseado.

Históricamente la participación del capital riesgo en las pymes se ha encontrado con dos grandes dificultades. En primer lugar, la complejidad en la obtención, seguimiento y verificación, generando, básicamente, problemas de información asimétrica. Una segunda posibilidad es la posible pérdida de control de la empresa por parte de los iniciales fundadores de la misma. En este contexto, el capital riesgo resulta una fuente de

GRÁFICO 4

DISTRIBUCIÓN POR PLAZOS DE LOS PRÉSTAMOS NUEVOS A PYMES (En %)



FUENTE: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia .

financiación vital para estas empresas y conviene recordar que, según los datos del sector (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo ASCRI), el 2013 terminaba con un repunte global de la actividad y el 74 por 100 del número de operaciones realizadas habían sido realizadas por importes de menos de 1.000.000 de euros de capital.

Otras fuentes de financiación

La segunda fuente de financiación ajena más importante de las empresas europeas la constituye el crédito comercial, representando en 2012 el 10,4 por 100 de la financiación total. En España, el peso relativo es mayor (12,3 por 100), solo por detrás de las empresas italianas (15,5 por 100) y alemanas (14 por 100). No obstante, a pesar de la mayor importancia en España, su peso ha caído desde el año 2000, pasando del 19,5 por 100 en 2000 al 12,3 por 100 en 2012, siendo España el país en donde más se ha reducido.

Finalmente, la financiación mediante la emisión de títulos de renta fija representa el 4,1 por 100 del total en 2012 en las empresas de la eurozona, habiendo aumentado su peso en 1,5 puntos porcentuales desde 2000. España es con diferencia el país en donde menor es la importancia relativa de la emisión de deuda como mecanismo de financiación de las empresas, con un peso que ni siquiera llega al 1 por 100. En Francia, Finlandia, Austria y Portugal la renta fija es una fuente importante de financiación de sus empresas, con un peso en el total que casi dobla la media europea.

Fuentes de financiación alternativas

Este panorama descrito pone de manifiesto que la pyme se enfrenta al reto de tener que buscar alternativas a esta financiación «clásica». La abrupta contracción del crédito bancario producido tras el impacto de la crisis y que responde tanto a factores de demanda como de oferta, ha llevado a que las em-

presas tengan que tratar de sustituir estas fuentes de financiación por otras vías externas o recurriendo, finalmente, a la autofinanciación.

Si bien es cierto que su peso e incidencia es todavía escaso si lo comparamos con algunas de la fuentes de financiación de las pymes señaladas anteriormente, si parece necesario reflexionar sobre la búsqueda, dinamización y potenciación de fuentes de financiación diferentes a las tradicionales, aunque todo ello suponga, inevitablemente, modificar usos, costumbres y tradiciones financieras muy arraigadas en nuestro país.

Las pymes deben ampliar y diversificar notablemente sus fuentes de financiación potenciando y formando parte de los nuevos desarrollos financieros que en una economía global y en permanente «reinvención» están apareciendo y, paulatinamente, cobrando mayor importancia, permitiendo una gama de financiación más amplia que pueda complementar la financiación tradicional ya analizada.

En ese contexto las pymes deben contemplar y analizar fuentes financieras que les permitan abordar proyectos de futuro, obviando planteamientos financieros muy conservadores y prudentes, y arriesgando en nuevos instrumentos y estructuras de financiación que les permitan alcanzar mayor globalidad y competitividad no sólo en el mercado doméstico, sino, básicamente, en el internacional.

Múltiples son las alternativas que cobran día a día más importancia como elemento alternativo, o complementario a la financiación ya analizada y que pueden constituir instrumentos de financiación a tener en cuenta por las pymes.

Entre las nuevas alternativas a la financiación tradicional están cobrando fuerza, especialmente en los últimos años, las plataformas de financiación participativa o *crowfunding* muy vinculadas a los canales *on line.* No parece prudente despreciar el peso que en el futuro esta forma de financiación pueda tener en los procesos de financiación, en general y de creación y potenciación de empresas, en particular. Su utilización, si bien está siendo diversa, está vinculándose de forma creciente al nacimiento de pymes, especialmente para aquellas diseñadas con ideas que no encajan en los parámetros tradicionales que las entidades financieras solicitan a empresas de nueva creación o a emprendedores. Este sistema de *crowfunding* puede revestir múltiples modalidades (basado en donaciones, recompensas, préstamos, royalties, etc.) y ha experimentado un importante desarrollo en los últimos años tanto a nivel mundial como en España y Latinoamérica.

Dentro de estas formas de financiación que se alejan de las tradicionales para las pymes, aparecen los conocidos como *business angels,* que suelen estar constituidos por redes de inversores, privados y *family offices*. Éstos suelen actuar como nexo entre los emprendedores e inversores, explorando e implementando sinergias que puedan desembocar en creación y viabilidad de pymes, pudiéndose incluso vincular, en ocasiones, al fenómeno del *crowfunding* ya analizado.

El volumen de actividad inversora en España de los denominados *business angels* en el primer semestre de 2012 ascendió a 3.050.000 euros, frente a los 2.700.000 euros del mismo período del año anterior, siendo casi un tercio del total operaciones relativas al sector informático. Se da la circunstancia de que todas las inversiones acometidas fueron por importes inferiores a los 250.000 euros, siendo 64.000 euros la inversión media por operación. La cartera acumulada de *business angels* organizados en España ascendió a 22.400.000 euros, repartidos en 139 empresas, con una inversión media de 161.000 euros por empresa, con las limitaciones estadísticas para el seguimiento pormenorizado de este tipo de operaciones.

Otras alternativas de reciente importancia son los accesos a mercados de capitales específicamente diseñados para potenciar estas pymes, como en diversos países del entorno, y que en el caso español vendría dado por el mercado alternativo bursátil. Este mercado está destinado a empresas de reducida capitalización, que pretenden expandirse y tiene una regulación a medida de las características de este tipo de empresas, con costes y procesos adaptados a ellas.

La titulización de créditos a pymes (ver López Pascual, J. y Sebastián González A., 2007) es un instrumento financiero con muchas posibilidades para las pymes y que pretende sustituir las formas tradicionales del crédito bancario por otras caracterizadas por la incorporación de activos o derechos a valores negociables (*securities*). La titulización se configura como una alternativa que permite diluir el riesgo y cubrir un doble objetivo: la obtención de liquidez a corto plazo y la financiación a largo plazo. Muchas son las ventajas de la titulización para una pyme, pero de forma sucinta podemos señalar el incremento de liquidez, la mejora del balance y la diversificación de fuentes de financiación.

No quedaría completo un análisis sobre la financiación de la pyme en España sin ocuparnos de su vertiente pública que, si bien excede el ámbito de análisis del presente artículo, al menos requiere un mero apunte.

En efecto las oportunidades de financiación ofertadas por las diversas administraciones del Estado, es decir, la financiación pública, desde municipios o ayuntamientos, pasando por comunidades autónomas, ministerios o el propio Instituto de Crédito Oficial (ICO), desempeñan un papel importante.

El ICO, adscrito al Ministerio de Economía y Competitividad, permite que sus líneas de mediación se canalicen a través de entidades de crédito privado por intermediación bancaria. Estas líneas están abiertas a todas las empresas, independientemente de su tamaño, pero de facto acceden en su mayoría pequeñas empresas, autónomos y micropymes con necesidades de financiación reducidas. En líneas generales, su financiación se concentra en dos grandes áreas de actividad, las empresas y los emprendedores, y en su vertiente internacional y de exportación.

Es innegable destacar el papel del ICO como un refuerzo necesario y positivo para las empresas pero que debe verse como una actuación puntual, de carácter contracíclico, en beneficio de las pymes sin perjuicio de la búsqueda de fuentes de financiación alternativas a las tradicionales.

4. Conclusión

Las pymes, como todos los elementos integrantes del tejido económico e industrial, han sufrido en su financiación los efectos de la crisis financiera. Su estructura y condiciones financieras han cambiado en los últimos años, y si bien la autofinanciación y la financiación bancaria siguen siendo pilares fundamentales para su financiación, es preciso diversificar las fuentes, en línea con algunas tendencias, prácticas y usos internacionales, buscando alternativas que les permitan abordar proyectos de futuro que no estén tan centrados y focalizados en los mecanismos tradicionales. Todo ello, les permitirá poder competir no sólo en los mercados domésticos sino a nivel global.

Las perspectivas de consolidación del nuevo ciclo económico pueden permitir a las pymes apostar decididamente por nuevos modelos para desarrollar proyectos de futuro consolidados y duraderos, permitiendo generar empleos y contribuir al crecimiento económico nacional e internacional.

Referencias bibliográficas

[1] BANCO CENTRAL EUROPEO (2010 y ss): Survey on the Access to Finance of Small and Medium sized Enterprises in the Euro-Area, febrero.

[2] LÓPEZ PASCUAL, J. y SEBASTIÁN GONZÁLEZ, A. (2007): *Gestión Bancaria. Factores claves en un entorno competitivo*, 3ª edición, Madrid. McGraw-Hill.

[3] MAUDOS, J y FERNÁNDEZ DE GUEVARA, J. (2014): «Endeudamiento y estructura financiera de las empresas españolas en el contexto europeo: El impacto de la crisis», Fundación BBVA, pp. 1-226.

[4] REINHART, C. y ROGOFF, K. (2013): «Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten». Working paper WP/13/266. FMI.

[5] SÁNCHEZ, C; SANCHEZ, P. y URTASUN, A. (2008): «La inversión empresarial en España y la posición financiera de las empresas» *Boletín Económico Banco de España* diciembre, pp. 32-44, Madrid.

[6] SEBASTIÁN GONZÁLEZ, A.F. y LÓPEZ PASCUAL, J. (2015): *Economía y Gestión Bancaria*, 1ª edición, Madrid. Pirámide.

TRIBUNA DE ECONOMÍA

Todos los artículos publicados en esta sección son sometidos
a un proceso de evaluación externa anónima

Dolores Gallardo Vázquez*
M. Isabel Sánchez Hernández**
Francisca Castilla Polo***

MODELIZACIÓN ESTRUCTURAL DE LA ORIENTACIÓN A LA RESPONSABILIDAD SOCIAL EN LAS SOCIEDADES COOPERATIVAS Y SU IMPACTO EN LOS RESULTADOS

La orientación a la responsabilidad social, como ampliación del concepto de orientación al mercado, considera a todos los agentes de interés descritos por la Teoría de los Stakeholders. *En este trabajo se desarrolla un modelo conceptual de relaciones causales entre la orientación a la responsabilidad social en las sociedades cooperativas (ORSCOOP) y otras variables de naturaleza estratégica como son la satisfacción de los socios, la innovación, la calidad y el resultado. La validación empírica del modelo y su puesta en práctica ayudará a los cooperativistas y directivos a entender porqué deben prestar atención a cuestiones relativas a la responsabilidad social empresarial y qué pueden esperar de los esfuerzos que hagan en pro del rendimiento social, económico y medioambiental, desde una perspectiva sostenible.*

Palabras clave: *responsabilidad social, sociedades cooperativas, orientación a la responsabilidad social.*
Clasificación JEL: *M14, Q13.*

1. Introduccion y objetivo

La necesidad de adoptar comportamientos responsables en las organizaciones, que manifiesten un

* Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Extremadura.
** Departamento de Dirección de Empresas y Sociología. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Extremadura.
*** Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas. Universidad de Jaén.
Una versión previa de este trabajo fue presentada y defendida en el 2º Congreso Iberoamericano de Responsabilidade Social, celebrado en octubre de 2012 en la ciudad de Lisboa. Este trabajo ha sido realizado en el seno del Proyecto de Investigación Nacional, ECO2011-26171, titulado Metodología para la medida, valoración y análisis del desempeño en Responsabilidad Social de las Organizaciones, concedido por el Ministerio de Ciencia e Innovación de España, así como financiado por las ayudas a grupos de investigación recibidas por el Grupo Investigación Empresarial (INVE) GR10041 de la Junta de Extremadura.
Versión de abril de 2013.

compromiso con la sociedad orientando la contribución generada al desarrollo sostenible, es una necesidad cada vez más evidente dentro del ámbito empresarial en los últimos años. Por un lado, la situación económica actual y, por otro y derivado de lo anterior, la complejidad que para las empresas supone abordar su actividad logrando resultados satisfactorios para todos los colectivos implicados, determinan la importancia de enfocar las estrategias organizacionales bajo el prisma de la Responsabilidad Social Empresarial (RSE). Siguiendo el Libro Verde de la Comisión Europea (2001), *Fomentar un marco Europeo para la Responsabilidad Social de las Empresas,* la RSE se considera «la integración voluntaria, por parte de las empresas, de las preocupaciones sociales y medioambientales en sus operaciones comerciales y sus relaciones con sus interlocutores». Recientemente, esta definición ha sido renovada por la Comisión Europea (2011) señalando «la responsabilidad de las empresas por su impacto en la sociedad» y haciendo referencia expresa a la necesidad de colaboración con las partes interesadas para «integrar las preocupaciones sociales, medioambientales y éticas, el respeto de los derechos humanos y las preocupaciones de los consumidores en sus operaciones empresariales y su estrategia básica» (Comisión Europea, 2011:7). En este sentido, numerosas aportaciones ya evidencian la necesidad de adoptar este enfoque y la oportunidad para las empresas de obtener resultados satisfactorios y para la economía de ser más competitiva, teniendo en cuenta la asociación positiva entre RSE y crecimiento económico.

La RSE ha pasado de ser adoptada inicialmente en las grandes empresas, a las pymes y entidades de la economía social. En primer lugar, las pymes constituyen un tejido empresarial muy amplio y diverso y a pesar de las dificultades iniciales que han podido encontrar, numerosas investigaciones avalan la trayectoria realizada y los logros que están logrando tras la realización de actuaciones socialmente responsables. Más allá de las pymes, también las entidades de la economía social se han hecho partícipes de esta forma de acometer sus estrategias, abordando sus actividades bajo el enfoque de la RSE.

Según la Confederación Empresarial Española de la Economía Social (CEPES, 2007), en este tipo de economía y frente a la economía privada, se produce la sustitución del interés particular por el social, de los principios mercantiles de representación de la voluntad societaria por la democracia y la autogestión, y la aparición de finalidades más allá de las puramente económicas. Recientemente se ha publicado en el BOE (nº 76, de 30 de marzo de 2011) la Ley 5/2011, de 29 de marzo, de economía social. Con ella se reconocen y visualizan los valores sociales de este tipo de entidades y empresas, tales como: a) la primacía de las personas y del fin social sobre el capital, y b) el compromiso con el desarrollo local, la cohesión y la sostenibilidad. Son estos atributos los que permiten distinguir, por exclusión, a las entidades que se incorporarían dentro de este concepto, si bien, se trata de una realidad económica heterogénea que abarca unidades económicas vinculadas a la actividad de todos los sectores y que participa en todas las fases del proceso productivo.

Dentro de la economía social son dignas de destacar las sociedades cooperativas, por diversos motivos. Por un lado, por la tradición y trayectoria que en las economías han venido representando desde hace mucho tiempo siendo destacables sus efectos en el desarrollo local y especialmente en el medio rural de las economías en las que se insertan. La naturaleza asociativa con fines sociales ha dado soporte a cooperativas de muy diversa índole, siendo destacables los fundamentos propios bajo los que se rigen. En segundo lugar, más que nunca en estos momentos, el movimiento cooperativo puede solucionar los graves problemas económicos ante los que nos encontramos, ayudando a ofrecer una vía de trabajo que desde otras formas empresariales no sería factible y proporcionando por tanto empleo y resultados a un colectivo muy numeroso de personas. De hecho, el cooperativismo se ha disparado con la actual situación de crisis en la que nos encontramos. Concretamente y en el ámbito

español así se puso de manifiesto en las XIV Jornadas de investigadores en economía social desarrolladas en San Sebastián, y coincidentes con el año internacional de las cooperativas. Por ello, adelantamos que esta forma asociativa engloba a entidades incluidas dentro del ámbito de la economía social y, por tal motivo, adscritas a «una forma de hacer empresa que se basa en los valores constitutivos de la RSE» según manifiesta Castro (2006:92), presentando numerosas ventajas de partida que la hacen perfectamente válida para mostrar lo que llamamos una Orientación a la Responsabilidad Social Cooperativa (ORSCOOP) que redunde en mejores resultados para estas empresas.

El objetivo de este trabajo se centra en abordar el concepto ORSCOOP, desarrollando un modelo conceptual de relaciones causales asentado en la literatura académica, y definiendo tanto las variables implicadas y sus escalas de medida como las hipótesis que configurarán un modelo estructural para su posterior validación empírica. Nos parecía necesario incorporar a este tipo de sociedades el concepto de la ORSCOOP y deducir las implicaciones que su análisis pueda tener para la obtención de mejores resultados cooperativos. Sin duda, aunque las sociedades cooperativas no persiguen como primer fin la obtención de resultados económicos, aspecto que las diferencia de otras empresas, el hecho de incluir resultados de otra naturaleza en el modelo conceptual sí puede ser interesante para su adopción por cooperativas.

Estudios anteriores han permitido analizar con bastante profundidad la RSE en cooperativas, atendiendo así al estudio del fondo y la forma de la revelación social cooperativa, así como el diseño de un modelo teórico para la actuación social en cooperativas, particularizando el análisis para el caso de una cooperativa responsable. Consideramos que este trabajo, con la definición del modelo conceptual de relaciones causales, constituye un avance en el estudio de la RSE en sociedades cooperativas y un gran aporte que desde el ámbito académico se realiza tanto a la RSE como a las entidades objeto de estudio.

En este sentido, el trabajo se estructura en cuatro apartados. En este primer apartado introductorio se ha presentado el objetivo general de investigación, esto es, abordar la orientación a la responsabilidad social en sociedades cooperativas, desarrollando conceptualmente un modelo de relaciones causales entre la ORSCOOP y otras variables estratégicas. Con posterioridad, nos adentramos, dentro del segundo apartado, a analizar el marco teórico bajo el que se sustenta el trabajo, abordando la relación entre RSE y el caso cooperativo, la definición y concepción de estas sociedades, la presencia de los grupos de interés, así como la orientación a la responsabilidad bajo la conceptualización de la orientación al mercado. En un tercer apartado nos dedicamos a la presentación del modelo conceptual propuesto y de las relaciones causales definidas, procediendo a su justificación detallada, proponiendo las unidades de medida para cada variable; y en el apartado cuarto se abordan las futuras líneas de actuación en base a la metodología de ecuaciones estructurales. Finalizamos con el comentario de los principales nexos y relaciones vislumbradas a modo de conclusiones en el apartado quinto.

2. Marco teórico

Responsabilidad social y sociedades cooperativas

La relación RSE y cooperativismo ha sido tratada recientemente en trabajos como los realizados por Castilla y Gallardo (2011) quienes plantearon teóricamente el interés que las características propias de estas sociedades presentaban en el tema de la RSE. Así, señalaron que «la sociedad cooperativa por su propia definición y concepción empresarial constituye un claro ejemplo de empresa donde los principios y valores que la definen avalan la actitud responsable o, dicho en otras palabras, su responsabilidad social (RS)» (Castilla y Gallardo, 2011:2). Previamente Mozas y Puentes (2010) llegaron incluso a afirmar que la RSE constituye

una ideología innata al cooperativismo, basando precisamente este hecho en la presencia de unos principios y valores propios del mundo cooperativo. También Carrasco (2007: 459) planteaba que «el concepto RS es inherente a la economía social y, más concretamente, a las cooperativas», es decir, en su opinión las cooperativas y la RS han bebido de las mismas fuentes y presentan muchos elementos comunes.

En este contexto de estudio y por los motivos anteriormente apuntados, se puede afirmar que al menos desde un enfoque teórico, las sociedades cooperativas parten de una situación de ventaja frente al resto de las empresas, al proveerse desde el momento de su creación de una concepción social que aparece paralela a su concepción económica y que redunda en una efectiva puesta en práctica de su RSE, la llamada RSCOOP. Sin embargo, para que la cooperativa pueda aprovechar esta situación de ventaja sobre el resto de entidades, es necesario que «exploten al máximo sus características y que realicen un esfuerzo para lograr la integración de las políticas de RS en la gestión integral y en la búsqueda de sinergias y beneficios mutuos con sus grupos de interés, no perdiendo este planteamiento en su gestión y funcionamiento diario, frente a otros planteamientos en los que prime exclusivamente la maximización del beneficio económico» (Server y Capó, 2009: 18).

Podemos decir que la misión social de las cooperativas es ofrecer un servicio tanto a sus miembros como a la comunidad a la que pertenecen. Esta doble concepción económico-social introduce las diferencias más importantes entre cooperativas y no cooperativas, por cuanto será función esencial de las primeras el cumplimiento de las necesidades y aspiraciones económicas, sociales y culturales de sus socios, cuestión que solo resulta voluntariamente asumible para otro tipo de organizaciones, como es el caso de las sociedades capitalistas.

Por otro lado, los principios cooperativos que resultan el eje fundamental sobre el que giran las cooperativas y también las claves definidoras de su éxito como empresa, se convierten igualmente para las mismas en principios que las vinculan hacia una concepción sostenible de RSE. Arcas y Briones (2009) van más allá señalando que la gran similitud, e incluso coincidencia, entre los valores y principios inspiradores del cooperativismo y de la RSE hace que sean por naturaleza socialmente responsables, y que se encuentren bien posicionadas para poner en valor esta característica diferencial.

Otras referencias sobre la relación cooperativismo y RSE las podemos encontrar en el Libro Verde de la Comisión Europea (2001:7) al indicar que «integran estructuralmente los intereses de otros interlocutores y asumen espontáneamente responsabilidades sociales y civiles», cuestión que facilita la puesta en práctica de su RSCOOP. Partiendo de éste, la Comisión Europea (2002) advierte que las cooperativas y otras empresas de tipo mutualista y asociativo tienen una larga tradición en combinar viabilidad económica y responsabilidad social gracias al diálogo entre las partes interesadas y a la gestión participativa, y pueden servir de referencia a otras organizaciones en este tema. Más recientemente, la Comisión Europea (2012) se pronuncia sobre el papel imprescindible que las cooperativas han de desempeñar en el desarrollo de un nuevo modelo de crecimiento sostenible e inclusivo, potenciando su validez como forma jurídica clave en la actual etapa de crisis económica en la que nos encontramos.

Precisamente, su papel responsable, su compromiso con el entorno, es lo que lleva a Castro (2006) a afirmar que las sociedades cooperativas surgen desde su compromiso con el entorno, con las personas, y su desarrollo se apoya precisamente en la realización de ese compromiso, convirtiéndola en modelo de RSE. Se trata, por tanto, de un tipo de entidades donde el concepto colectivo de interés resulta especialmente relevante tanto desde la dimensión económica, el papel del socio dentro de una cooperativa, como del cumplimento de unos valores que aseguran desde la teoría un funcionamiento respetuoso con cada colectivo implicado. No obstante, podemos advertir siguiendo a Mugarra (2001) que las diferentes iniciativas desde

el mundo cooperativo para demostrar su interés por la RS no han sido todo lo importantes que debieran, mereciendo destacar el caso de la Confédération Générale des Sociétés Coopératives Ouvriéres de Production (SCOP) francesas que ya desde 1965 comienzan a elaborar un balance cooperativo. También encontramos ejemplos posteriores donde sobresale la preocupación por el cooperativismo de consumo «parecen ser las más sensibilizadas al respecto y las que más fuerte están apostando por la implantación y mantenimiento de esta vía de información y gestión social en sus cooperativas» (Mugarra, 2001: 44).

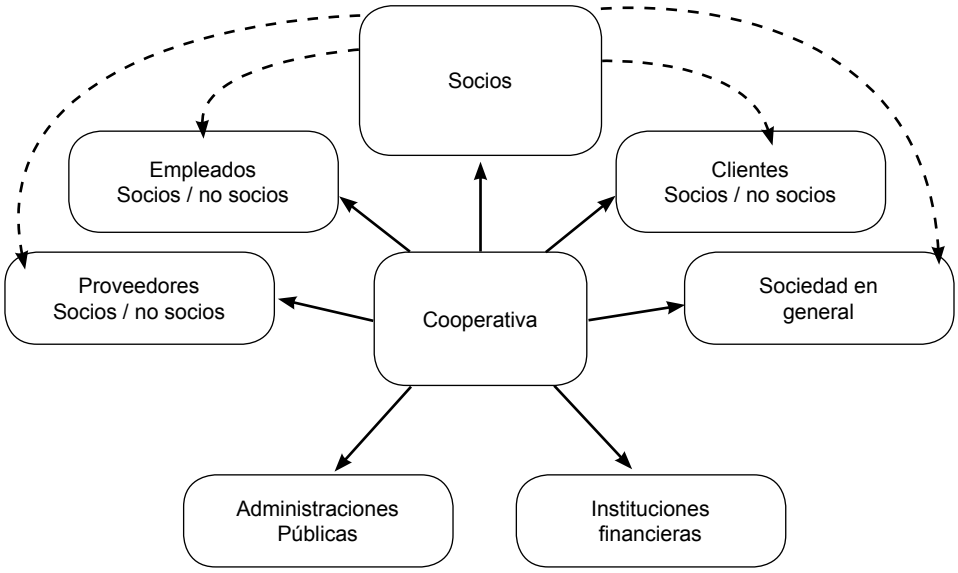
Los agentes de interés en el marco de las sociedades cooperativas

Hoy resulta incuestionable que la idea empresarial tradicional de trabajar buscando la obtención de unos determinados resultados económicos ha quedado en un segundo plano. Más allá del planteamiento anterior, que indudablemente debe seguir siendo considerado en las organizaciones (aunque no de manera exclusiva), se ha dado paso a una visión de trabajo bajo una perspectiva sostenible, la cual engloba aspectos sociales, económicos y medioambientales. Ello está motivando la consideración de nuevos planteamientos de RSE congruentes con la situación que hay que afrontar y las necesidades y demandas que deben ser cubiertas. Bajo esta perspectiva sostenible, ya no se trata de trabajar únicamente para alcanzar unos determinados resultados económicos, sino trabajar para alcanzar el triple objetivo de la conocida perspectiva del «triple resultado» o triple *bottom line* (Elkington, 2004) ampliamente seguida por las organizaciones en la actualidad y que acoge el valor asignado a las cuestiones económicas, sociales y ecológicas que incrementan el producto o servicio ofrecido (Castilla y Gallardo, 2011).

El motivo fundamental de esta nueva orientación viene avalado por la importancia que los distintos grupos de interés tienen hoy día para las empresas. Esta relevancia de todos y cada uno de los agentes o grupos de interés es señalada por la Teoría de los *Stakeholders,* base teórica de este trabajo. Según los postulados de este paradigma, la realización de cualquier actividad empresarial ha de ir encaminada a la satisfacción de los intereses de las distintas partes implicadas (Freeman, 1984). En el marco de este trabajo, las sociedades cooperativas mantienen una relación muy estrecha con un nutrido grupo de agentes de interés, lo cual justifica la necesidad de abordar este estudio bajo esta perspectiva teórica. Belhouari *et al.* (2005) realizan una reflexión sobre la participación en las cooperativas de los distintos agentes de interés, señalando que su propia configuración societaria y empresarial implica que las diferentes partes interesadas están incorporadas estructuralmente sin tener que recurrir (como el resto de empresas) a ningún instrumento específico que los incorpore. Díaz y Marcuello (2010) afirman que el hecho de dar empleo a tantas personas, de acoger a tantos socios y de poseer una alta representatividad en la economía supone trabajar bien para poder satisfacer las necesidades e intereses de tantos colectivos, lo cual significa trabajar con criterios de RSE y considerar los diferentes grupos de interés. De hecho estas empresas se caracterizan por perseguir objetivos sociales tanto para los miembros como para los no miembros de la cooperativa y para ciertos colectivos como los empleados, por ejemplo, los niveles de satisfacción son altos si los comparamos con otras empresas. Sin embargo, desde el punto de vista cooperativo sobresale como agente de interés fundamental la figura del socio. El socio de una cooperativa no solo tiene valor por su participación en el patrimonio neto de estas empresas, sino que también resulta habitual su participación dentro de la actividad económica a través de la superposición entre su condición societaria y la realización de un papel económico, fundamentalmente como empleado, proveedor o cliente. De ahí, que su correcta integración en el ámbito cooperativo justifique y permita a la empresa no solo atender sus principios y valores cooperativos sino

FIGURA 1

LOS GRUPOS DE INTERÉS PARA EL CASO COOPERATIVO



FUENTE: Elaboración propia.

sus objetivos económicos derivados de su participación en el mercado.

Como hemos indicado, el doble objetivo de una cooperativa desencadena en el cumplimiento de unas relaciones internas y externas. Dentro del ámbito interno, la actividad cooperativizada supone respetar con los socios y con la propia cooperativa una serie de principios y de valores que constituyen la identidad cooperativa; por otro lado, en el ámbito externo, y como en cualquier otra entidad, son necesarias relaciones externas de diversa índole que quedarán apoyadas por criterios de eficacia empresarial, y donde los grupos de interés que aparecen ahora coinciden con los estudiados para cualquier otra empresa: clientes, proveedores, administraciones públicas, entidades financieras, entre otros representativos. En definitiva, y aun cuando existen particularidades unidas a la naturaleza intrínseca de las cooperativas, somos conscientes de que la orientación económica de estas sociedades se relaciona con la viabilidad de conseguir su objetivo dentro del mercado, no observando diferencia en la actividad económica o instrumental de este tipo de sociedades con respecto a cualquier otra fórmula mercantil. La Figura 1 aclara el papel del socio como agente de interés clave en este tipo de sociedades.

Los socios de una cooperativa pueden ser además de propietarios, puesto que aportan el capital social de la cooperativas, clientes, y demandar los productos finales que elabora la cooperativa; proveedores, y abastecer de factores productivos necesarios a la cooperativa; empleados, y desarrollar diferentes funciones tanto a lo largo de la cadena productiva como directiva de estas empresas ejerciendo labores de

gestión. Por tanto, pueden cubrir de manera simultánea diversos roles, todos ellos representativos de los principales *stakeholders* presentes en cualquier empresa, siendo éste el motivo que nos ha llevado a diferenciarlos como colectivo estratégico fundamental en nuestra investigación. De hecho, la identificación del socio como colectivo clave para la investigación del campo cooperativo es una constante que se repite en un elevado número de estudios como destaca el trabajo de revisión de Arcas *et al*. (2010), y el papel asignado al socio dentro de los diferentes marcos teóricos utilizados para analizar el gobierno de las empresas cooperativas.

La orientación a la responsabilidad social en las sociedades cooperativas

Las cooperativas desde su creación están llamadas a cumplir una función social de satisfacción de los intereses y aspiraciones sociales y culturales de sus socios, función que se supone cubierta a través de la articulación de los principios y valores propios del cooperativismo, formulados a nivel internacional por la Alianza Cooperativa Internacional[1] (ACI, 1995). De hecho, la mayoría de las definiciones de este tipo de empresas a manos del ámbito institucional recogen los valores centrales de la ayuda mutua y solidaridad, incidiendo en que el vínculo primario de la asociación es la actividad cooperativizada y la necesidad mutua de resolver problemáticas de orden social, económico o cultural. De hecho, se observan claras diferencias entre las cooperativas y el resto de empresas, pudiendo ser definida la razón de ser de las primeras como de sostenibilidad económica incorporando el concepto RS desde su estructura jurídica, cuestión que desde este plano jurídico-societario no es posible justificar para otro tipo de empresa. Por tanto, la RS no es ningún descubrimiento para las cooperativas puesto que los elementos básicos del compromiso a largo plazo con la RS se encuentran integrados precisamente con los principios y valores cooperativos. También la Comisión Europea (2012) se refiere a la orientación hacia la RS en su apartado 2.5 cuando indica que estas empresas «tienen como objetivo a largo plazo lograr la sostenibilidad económica y social mediante la capacitación de las personas, anticipación de los cambios y optimización del uso de los recursos. Sus beneficios no se utilizan para maximizar la remuneración del capital sino que se distribuyen a favor de una inversión sostenible». La orientación a la RS de las sociedades cooperativas es parte de la idiosincrasia cooperativa, su internalización junto con el desarrollo sostenible son aspectos esenciales del cooperativismo y lo que las distingue del resto de organizaciones económicas (Belhouari *et al.*, 2005), y es inherente a su estructura. Según estos autores, el enfoque normativo de la Teoría de los *Stakeholders,* y en la línea del concepto de gestión moral, es el que predomina en las sociedades cooperativas que por naturaleza no persiguen la maximización del beneficio como último objetivo, sino que se mueven fundamentalmente por objetivos sociales.

Por todo lo anterior podría decirse que en la esencia y la razón de ser de las cooperativas hay una verdadera orientación a la responsabilidad social RSE, lo que hemos definido como ORSCOOP. Este concepto procede de la conceptualización previa de la organización orientada al mercado (OM), entendida como aquella que lleva a cabo sus acciones conforme al concepto actual de *marketing* de satisfacción de las necesidades de los clientes. Los principales representantes del desarrollo y aplicación práctica del concepto de OM son los renombrados Kholi y Jaworski (1990), habiéndose generado todo un campo de investigación en torno a este concepto.

Kholi y Jaworski (1990) establecieron que la OM es un constructo que está formado a su vez por tres subconstructos relacionados entre sí: a) la *generación de inteligencia de mercado* sobre las necesidades actuales y futuras de los clientes, b) la *diseminación* de esa inteligencia en el seno de la organización, y c) la capacidad

[1] Declaración de la Alianza Cooperativa Internacional celebrada en Manchester durante el año 1995.

de *respuesta organizacional* a esta inteligencia de mercado. Según estos autores, la generación y difusión de inteligencia de mercado serían los elementos necesarios para que la organización respondiera de forma satisfactoria a las necesidades del mismo. Otros autores con un enfoque más estratégico, resaltan la capacidad de la OM para integrar y coordinar las funciones dentro de la organización y generar ventajas competitivas, siendo la OM un tipo de cultura organizacional que promueve las conductas necesarias para crear más valor para los clientes y, en consecuencia, un beneficio superior para la organización a largo plazo.

En ambos enfoques, la OM se concibe como una filosofía de acción, un modo de operar en los mercados que trasciende al departamento de *marketing* y que impregna a todos los departamentos de la organización propiciando la colaboración interfuncional en pro del objetivo organizativo de satisfacción de necesidades del mercado y de creación de valor para la organización. En cuanto a la aplicación del concepto, cabe señalar que trabajos como el de Beverland y Lindgreen (2007) ya han abordado el concepto en las cooperativas a nivel internacional.

En este trabajo, y en línea con otros estudios previos (Gallardo y Sánchez, 2012), al abordar el constructo de OM bajo la óptica de la RSE, entendemos que el concepto de mercado se amplía. Ya no es suficiente satisfacer a los clientes. En este nuevo marco de actuación, la organización y máxime la empresa cooperativa, tienen como objetivo satisfacer las demandas de «todos» sus grupos de interés ya que la literatura académica demuestra que la RSE satisface tanto a los agentes externos, sean clientes o accionistas, como a los agentes internos, sean directivos o empleados.

En el caso concreto de empresas cooperativas, los grupos de interés externos resultan similares a los fijados para las empresas privadas, si bien las diferencias se podrían encontrar en el plano interno. Los socios, como proveedores, clientes, empleados, o aportadores de capital, representan un colectivo con unas condiciones de partida diferentes al resto de empresas privadas, la propia posesión de la cooperativa y el realizar o no actuaciones para ella de diversa índole económica, hacen que su posicionamiento estratégico deba resultar clave en la gestión de estas empresas. En cualquier caso, al igual que en la concepción clásica de la OM y si cabe de forma reforzada por la importancia de los socios, nuestra concepción ampliada de la orientación a los agentes de interés de las cooperativas está estrechamente relacionada con el uso de la información y su difusión (Kholi y Jaworski, 1990), en nuestro caso información relativa a RSE. Adicionalmente, si la cooperativa desea crear valor a través de sus acciones de RSE, coordinar recursos y dar una respuesta organizacional efectiva en lo económico, social y medioambiental, desarrollará su estrategia siempre en base a los principios y valores cooperativos. Este es el planteamiento global del modelo conceptual que se detalla en el siguiente apartado.

3. Desarrollo de un modelo de relaciones causales de la orientación a la Responsabilidad Social de las cooperativas

Teóricamente Vargas y Vaca (2005:256) argumentaban que el carácter responsable de las cooperativas es un elemento diferenciador de este tipo de empresas que «debe ser puesto en valor» para convertirse en fuente de ventaja competitiva. Para avanzar en esta línea de investigación y llegar a determinar empíricamente la causalidad entre los niveles de RSE y el éxito competitivo de las cooperativas en sus mercados, el objetivo de este trabajo se centra en abordar el concepto ORSCOOP, desarrollando un modelo conceptual de relaciones causales asentado en la literatura académica, y definiendo tanto las variables implicadas y sus escalas de medida como las hipótesis que configuran un modelo estructural para su posterior validación empírica. En un trabajo futuro, se procederá a testar la validez y la fiabilidad de la escala de la ORSCOOP y el valor predictivo del modelo,

dedicándonos en este primer acercamiento exclusivamente a su planteamiento y justificación teórica.

¿Cómo se puede medir la ORSCOOP?

Como primera fase de un modelo conceptual que relacione la ORSCOOP con el resultado cooperativo cabe preguntarse por la propia definición y delimitación del constructo dependiente. Siguiendo la lógica de la OM de Kolhi y Jaworski (1990) y el trabajo previo de orientación a la RS de Gallardo y Sánchez (2012), la ORSCOOP puede ser considerada un constructo multidimensional de segundo orden y de naturaleza reflexiva[2], donde los tres elementos configuradores se denominen *información* (sobre aspectos relacionados con la RS)*, divulgación* (de esa información tanto dentro como fuera de la cooperativa para ponerla en valor y hacer de ella una fuente de ventaja competitiva) *y respuesta* (que incluiría los tres elementos del *Triple bottom line*, que son los aspectos económicos, sociales y medioambientales de la RS asentada en los principios y valores cooperativos). Cabe señalar que cada una de las dimensiones señaladas son a su vez variables no observables reflejadas en indicadores primarios que deben ser definidos y delimitados a fin de hacer operativo el constructo de ORSCOOP mediante su medición.

Por lo tanto, tal y como la literatura académica apuntaba que la OM no puede ser directamente observable y medible, tampoco lo puede ser la ORSCOOP como adaptación del constructo primario al contexto cooperativo, y en este sentido debe estudiarse por aproximación a sus dimensiones o subconstructos, que se señalan a continuación, y medirse a través de los indicadores de éstos últimos:

– *Información* (INFO). Esta dimensión incluiría los aspectos relativos al grado en que los directivos de las sociedades cooperativas se preocupan por informarse y estar al tanto de asuntos de RS. La información sobre la RS es importante y determina la planificación de la propia actividad empresarial, la determinación de las actividades a realizar y la consecución de resultados.

– *Divulgación* (DIV). Se consideran en esta dimensión los aspectos relacionados con la inclusión de la RS en la estrategia de la cooperativa y con el grado de comunicación que hacen de la misma, hacia dentro y hacia fuera de la organización.

– *Respuesta***.** Esta es la dimensión más compleja que incluye los Principios y Valores Cooperativos (PYV) como aspecto consustancial a este tipo de organizaciones. La cultura cooperativa es por tanto el principal elemento de respuesta al mercado. Son los principios y valores que determinan la forma de estar en la economía productiva de este tipo de sociedades los que constituyen la principal respuesta de RS a sus agentes de interés. Por otro lado encontramos la Dimensión Económica de la RS (DECO), la Dimensión Social (DSOC) y la Dimensión Medioambiental (DMED).

El Esquema 1 recoge una propuesta de indicadores de medida para la ORSCOOP, basándonos en escalas de medida previas que han contemplado total o parcialmente las dimensiones señaladas.

¿Qué influencia puede llegar a tener la ORSCOOP en el resultado cooperativo?

Una vez delimitado el constructo de ORSCOOP, abordamos en una segunda fase de la construcción del modelo conceptual la relación del constructo con otras variables estratégicas, comenzando por el resultado cooperativo. En este sentido, la literatura señala que las empresas que están desarrollando acciones de RSE obtienen un mejor desempeño a pesar de la heterogeneidad de resultados y conclusiones existentes en los estudios encontrados. Hacemos propia una idea muy extendida en el contexto actual: que son cada vez más los economistas que piensan que un nuevo capitalismo global menos economicista y más

[2] Los indicadores reflectivos indican que el constructo no observado (variable latente) da lugar a lo que se observa mientras que en el caso de los indicadores formativos, las medidas dan lugar al constructo teórico latente.

ESQUEMA 1

PROPUESTA DE INDICADORES PARA LA ORSCOOP

Información

En la cooperativa tenemos conocimiento y estamos bien informados sobre las acciones de RS realizadas en la misma.

Siempre que se puede, en la cooperativa estamos atentos y acudimos a reuniones y charlas sobre desarrollo sostenible o RS.

En la cooperativa consideramos necesario destinar tiempo y recursos a la RS.

En la cooperativa se desarrollan actuaciones específicas para sensibilizar, informar y formar sobre los principios y actuaciones relacionadas con la RS.

Divulgación

Los valores de la RS están presentes en la visión y la estrategia de la cooperativa.

La cooperativa es socio activo de algún organismo, asociación empresarial, profesional o foro de debate en los que se fomenta la puesta en marcha de la RS.

La cooperativa tiene definidas colaboraciones con otras entidades para el fomento de la RS.

Existen mecanismos de comunicación interna para la gestión de la cooperativa.

Los miembros de la cooperativa están concienciados sobre la conveniencia de recoger las actuaciones socialmente responsables a través de algunos de los medios disponibles (memoria de sostenibilidad, códigos de conducta, informes internos, página web, etcétera).

La cooperativa da a conocer las actividades que realiza que van más allá del objeto natural del objeto de la cooperativa y que benefician a la sociedad.

La cooperativa colabora con sus competidores en proyectos de RS.

Respuesta: principios y valores cooperativos

En la práctica no existen impedimentos a la entrada ni a la salida de socios en la cooperativa.

La cooperativa fomenta la participación social a través de la asistencia a asambleas y del acceso a cargos sociales.

La cooperativa posee plena libertad de actuación a pesar de los posibles acuerdos realizados con otras empresas y/o cooperativas.

La cooperativa desarrolla actividades dedicadas a la educación, formación e información cooperativa.

La cooperativa colabora con otras cooperativas.

La cooperativa trabaja por el desarrollo sostenible de su comunidad.

Respuesta: Dimensión Económica

Existe la preocupación por proporcionar productos y/o servicios de alta calidad a los clientes.

La cooperativa satisface los deseos de nuestros clientes a cerca de los productos y/o servicios.

Los productos y/o servicios cumplen con los estándares nacionales e internacionales de calidad.

La cooperativa se distingue por mantener los mejores niveles de precios en relación con la calidad ofrecida.

La garantía de los productos y/o servicios es más amplia que la media del mercado.

Se proporciona a los clientes información completa y precisa sobre los productos y servicios para orientar bien su decisión de compra.

Los intereses de los clientes están incorporados en las decisiones del negocio cooperativo.

El respeto a los derechos de los consumidores es un eje prioritario de la gestión.

La cooperativa es reconocida en el mercado porque se puede confiar en sus actuaciones.

La cooperativa se esfuerza por potenciar las relaciones estables de colaboración y beneficio mutuo con los proveedores.

La cooperativa es consciente de la importancia de incorporar compras responsables (es decir, prefieren y seleccionan proveedores responsables).

Se incorporan las decisiones de los proveedores en las decisiones del negocio cooperativo.

Se informa a los proveedores sobre los cambios cooperativos que afecten a las decisiones de compra.

Se presta atención a cómo los proveedores gestionan el desempeño ético con sus socios.

Se fomentan las relaciones comerciales con empresas de la región.

Existe un sistema justo de intercambio con proveedores y clientes

La cooperativa dispone de procedimientos eficaces de gestión de quejas.

La gestión económica de la cooperativa es merecedora de apoyo público, regional o nacional.

Respuesta: Dimensión Social

La cooperativa está a favor de la contratación de personas en riesgo de exclusión social
La cooperativa valora la contribución de las personas discapacitadas al mundo empresarial.
La cooperativa se preocupa por mejorar la calidad de vida de los socios y empleados.
Hay un compromiso claro con la creación de empleo (aceptación de becarios, creación de nuevos puestos, …).
Las retribuciones al capital y a los empleados superan la media del sector.
Existen políticas de flexibilidad laboral que permiten conciliar la vida laboral con la vida personal.
La retribución de los socios y empleados está relacionada con las competencias y los rendimientos que obtienen.
La cooperativa cuida la vida personal y profesional de los socios y empleados.
Se tienen niveles de salud y seguridad laboral más allá de los mínimos legales.
Se fomenta el desarrollo profesional de los miembros de la cooperativa y la formación continua general y específica en la cooperativa.
Se consideran las propuestas de los empleados en las decisiones de gestión de la cooperativa.
Existe igualdad de oportunidades para todos los empleados.
La cooperativa apoya la educación y las actividades culturales en las comunidades donde opera.
La cooperativa ayuda a mejorar la calidad de vida en las comunidades donde opera.
Las decisiones de la cooperativa incorporan los intereses de las comunidades donde opera.
Se estimula el desarrollo social y económico promoviendo el bienestar de la sociedad.
La cooperativa participa en proyectos sociales destinados a la comunidad.
Se anima a los empleados a participar en actividades de voluntariado o en colaboración con ONGs.
Los mecanismos de diálogo con los empleados son dinámicos.

Respuesta: Dimensión Medioambiental

Se reduce al mínimo la utilización de recursos naturales.
Se utilizan materias primas, productos en curso y/o transformados con el mínimo impacto ambiental.
Se planifican las inversiones para reducir su impacto ambiental.
Se utilizan envases y embalajes reciclables.
Se considera el ahorro energético para lograr mayores niveles de eficiencia.
Se valora positivamente la introducción de fuentes de energía alternativas.
Se reciclan los materiales y los residuos.
Se diseñan servicios y productos ecológicos.
La cooperativa participa en actividades relacionadas con la protección y mejora del medioambiente.
Se diseñan servicios y productos ecológicos.
La cooperativa participa en actividades relacionadas con la protección y mejora del medioambiente.
Se toman medidas para reducir las emisiones de gases y residuos.
La cooperativa se preocupa por la formación en gestión ambiental.
Se fomenta el consumo responsable (información sobre el uso eficiente del producto, residuo, etcétera).

FUENTE: Elaboración propia.

humanista que esté fundamentado en una RSE voluntaria dará lugar a un nuevo paradigma empresarial más rentable. A este respecto, añadimos que las sociedades cooperativas pueden estar en el centro de esa globalización eficiente y más humana señalada por el prestigioso autor. De hecho, son muchas las evidencias empíricas existentes que vinculan RSE y resultados, aunque también hay autores que no consideran la relación entre la RSE y el desempeño suficientemente determinante. Sin embargo, y de forma más concreta, sí hay áreas en las que las acciones de RSE han sido reconocidas como verdaderos artífices de la mejora del rendimiento organizativo: la mejora de la relación con los consumidores, la atracción de inversiones, la atracción de talento y la protección de la reputación corporativa. Cabe indicar que en el contexto cooperativo también se verifica esta relación causal y si cabe con más fuerza. Así, planteamos que:

la ORSCOOP tendrá una influencia positiva y directa en los resultados cooperativos.

En relación a la medida del resultado cooperativo, y más allá del resultado financiero, se propone adoptar un concepto amplio que considere el resultado de la sociedad cooperativa desde múltiples ópticas. La variable es por tanto considerada multidimensional, acorde con la bibliografía relevante a este respecto, incluyendo la cuota de mercado para los productos y servicios y el crecimiento de las ventas.

Pero esta relación directa apuntada por la literatura entre la ORSCOOP y el resultado cooperativo puede venir mediada por otras variables estratégicas. Por ejemplo, los conceptos de RSE y calidad están muy relacionados en la literatura del campo de la gestión de empresas. Ambos conceptos comparten una clara dimensión ética, siendo perfectamente compatibles porque comparten muchos principios básicos y ya hay autores que inciden en la importancia de integrar el concepto de RSE en la gestión de la calidad. Siendo esto así, cabe esperar que las sociedades cooperativas que apuesten por la RSE estén influyendo positivamente en la calidad de su oferta. Por tanto: *la RSCOOP tendrá una influencia positiva y directa en la calidad obtenida.*

Para medir la calidad es habitual emplear modelos multidimensionales que proporcionen una visión estructural de la calidad percibida. Estos modelos cuentan con un gran número de indicadores, ya que los factores de calidad son variables latentes que se manifiestan a través de indicadores observables. El número de indicadores dependerá del nivel de agregación del estudio: si se busca el nivel más desagregado (más detallado), la evaluación se realizaría a partir de las subdimensiones, mientras que si se busca un nivel más agregado (menos detallado) la evaluación se haría a partir de las dimensiones. En este modelo proponemos emplear una escala de cinco indicadores que recojan de manera agregada las dimensiones clásicas de la calidad, solicitando al gerente de la cooperativa que evalúe las percepciones sobre el servicio que prestan.

Por otro lado, existe una vinculación entre la ORSCOOP y la innovación porque hay que señalar que la RSE es, en sí misma, una innovación (Nieto y Fernández, 2004), pero además, a la vista de la literatura existente, se plantea que las empresas que acometen acciones de RSE son más proclives a innovar, motivo que nos ha llevado a considerar esta variable. En concreto, el trabajo de Wagner (2010) expresa detalladamente cómo la realización de RSE ocasiona unos beneficios, los cuales determinan la realización de innovaciones empresariales. Por tanto, señalamos que: *la ORSCOOP tendría una influencia positiva y directa en la innovación acometida.*

Para medir la innovación se propone también una concepción amplia del concepto. En el modelo desarrollado la innovación se concibe como la adopción de una nueva idea o práctica que puede dar inicio a nuevos productos, mercados, procesos productivos, organizacionales o administrativos. En general se entiende que las acciones en productos y procesos están más ligadas a la I+D tecnológica y que las acciones en *marketing,* organización o gestión están diseñadas por la I+D organizativa. En cualquier caso, se recomienda utilizar todas las facetas del concepto de innovación que están recogidas en el conocido Manual de Oslo: la innovación en producto o servicio, que implica la creación de nuevos productos o servicios o la mejora de su funcionalidad o singularidad, permitiendo aumentar el margen de la cuota de mercado; la innovación en procesos que se refiere a los cambios en la forma de producción del producto o servicio final que se ofrece; la innovación en *marketing* que se refiere a la introducción de nuevas marcas, nuevos mercados o nuevas formas de comercialización; la innovación organizativa que incluye los cambios en la estructura organizativa o en los procesos administrativos que afectan a las políticas, la distribución de los recursos y otros factores asociados con la estructura social y organizacional; y la innovación en gestión que se ocupa de las acciones en los procesos de gestión y planificación de la empresa.

Para el caso cooperativo, resulta perfectamente aplicable todo el desarrollo teórico enumerado en materia de innovación. Las cooperativas, como cualquier empresa, mantienen una preocupación constante por innovar, pero no a cualquier precio. En este sentido, el cumplimento de principios y valores cooperativos propicia un importante papel para la innovación social en las mismas (Marcuello y Saz, 2008). Especialmente relevante en este tema es el principio de educación y promoción cooperativa (Server y Villalonga, 2008), el cual es clave a este respecto por cuanto se traduce en una apuesta por la creación de capital humano en este tipo de sociedades. Igualmente, el principio de cooperación cooperativa también resulta facilitador de innovaciones sociales y económicas por cuanto permite la agrupación de éstas, según diferentes fórmulas innovadoras o que potencian actividades, bienes o servicios con este carácter.

En el desarrollo de las relaciones causales nos parece necesario también prestar atención al socio como principal agente de interés señalado por la teoría. En cuanto a la relación entre la ORSCOOP y la satisfacción de los socios, y frente a lo que ocurre en las empresas capitalistas, las sociedades cooperativas tienen el objetivo de maximizar los beneficios de sus socios a través de la prestación de una serie de servicios cuya finalidad supera la de rentabilizar sus aportaciones. La satisfacción de los socios puede ser considerada entonces como un indicador del éxito de las relaciones que la sociedad cooperativa establece con sus asociados y en este sentido y dada la naturaleza intrínseca de la RS de satisfacción de los *stakeholders,* la relación entre estas variables parece clara. Para la medida de la satisfacción de los socios cooperativistas el trabajo de Gargallo (2008) es un buen referente del que partir. Definimos por tanto otra relación causal: *la ORSCOOP tendría una influencia positiva y directa en la satisfacción de los socios.*

Una vez que se han expuesto las relaciones causales esperadas entre la ORSCOOP y otras variables estratégicas de la cooperativa, cabe vincular la posible relación apuntada por la teoría entre éstas y entre éstas y el resultado cooperativo como última fase de desarrollo del modelo conceptual de análisis que proponemos en este trabajo. En línea con lo anterior, cuanto mayor sea la satisfacción de los socios cooperativistas, mayores serán los resultados esperados siempre que el concepto de resultado sea multifacético, tal y como se argumentó previamente. Por tanto: *la satisfacción de los socios tendría una influencia positiva y directa en los resultados cooperativos.*

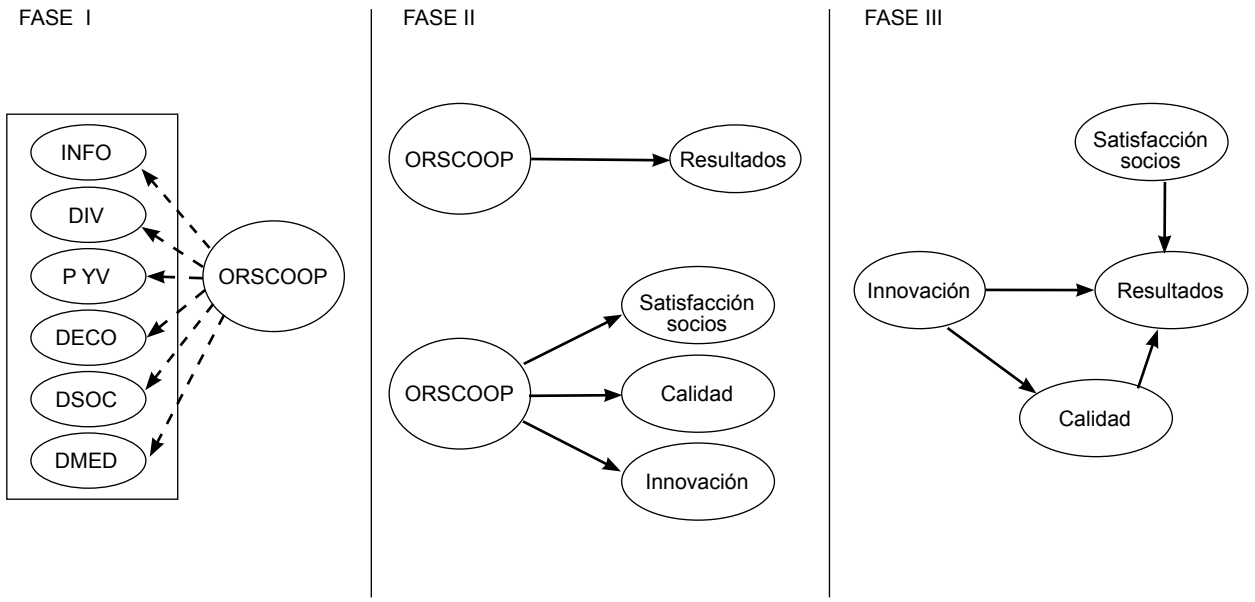
Si nos detenemos en la variable innovación, cabe destacar que aparece en la literatura como un factor clave para la obtención de resultados empresariales positivos. Son numerosas las investigaciones que han puesto de manifiesto la tradicional incidencia de la innovación como fuente de éxito y ventaja competitiva (Gibson y Naquin, 2011). Por un lado, las innovaciones tecnológicas han sido señaladas como determinantes de la competitividad, aunque también las innovaciones organizativas han sido destacadas por su capacidad para generar nuevos productos y servicios más competitivos. En base a estos principios se establece que: *la innovación acometida por la cooperativa tendría una influencia positiva y directa en los resultados cooperativos.*

Las innovaciones llevadas a cabo en el ámbito cooperativo están traduciéndose en mejoras de la calidad, tal y como lo evidencian algunos estudios recientes centrados en diversos aspectos como por ejemplo la influencia en la calidad de las Denominaciones de Origen y el etiquetado ecológico, la importancia de la innovación cooperativa en los sistemas de innovación regionales y cómo ésta lleva implícita la mejora de los sistemas de calidad, el efecto de la cultura innovadora en las cooperativas y su repercusión en el capital humano y en la calidad de sus productos o servicios o cómo las innovaciones sociales tienen una repercusión en la mejora de la calidad del cooperativismo. En línea con lo apuntado se establece una nueva relación causal: *la innovación acometida por la cooperativa tendría una influencia positiva y directa en la calidad obtenida.*

Por otro lado y para terminar de definir un modelo conceptual lógico que aúne las relaciones apuntadas,

FIGURA 2

MARCO CONCEPTUAL DE RELACIONES CAUSALES DE LA ORSCOOP



FUENTE: Elaboración propia.

también cabría esperar un efecto positivo de la calidad en los resultados cooperativos. Por tanto describimos la última relación causal: *la calidad obtenida por la cooperativa tendría una influencia positiva y directa en los resultados cooperativos.*

A continuación en la Figura 2 se recogen las tres fases de desarrollo del marco conceptual que acabamos de justificar y que darán lugar al modelo estructural que presentamos más adelante.

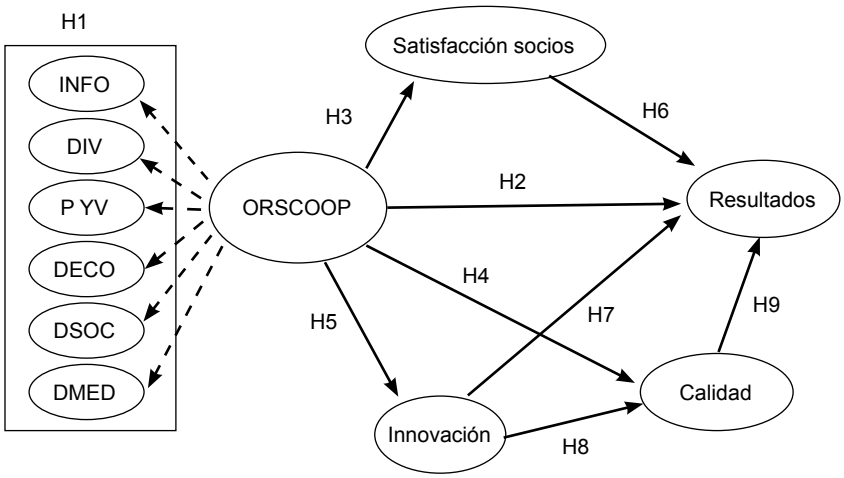
Para terminar cabe destacar los beneficios que el modelo puede aportar en el ámbito de la gestión cooperativa, entendiendo que una mayor orientación a la RSE llevará asociados numerosos efectos, desde el refuerzo de la comunicación y la mejora de las relaciones entre los grupos de interés, el estímulo en los empleados y el desarrollo de competencias y habilidades, hasta la diferenciación frente a otras cooperativas, el incremento de la productividad y la ganancia de ventajas competitivas, o el fomento de la conciencia social, un mayor compromiso y refuerzo de la fidelidad de todos los agentes implicados en la cooperativa y, finalmente, la reducción de costes, el aumento de la rentabilidad económica y financiera, así como la generación de innovación y de nuevas oportunidades de mercado que lleven al éxito competitivo (Gallardo y Sanchez, 2012).

4. Futuras líneas de actuación: la modelización con ecuaciones estructurales

Para poder analizar empíricamente el modelo conceptual propuesto, proponemos los modelos de ecuaciones estructurales (MEE) como la herramienta metodológica más adecuada. Basamos esta elección en que los MEE ofrecen la posibilidad de combinar y confrontar

FIGURA 3

MODELO ESTRUCTURAL PARA EL ANÁLISIS DE LA INFLUENCIA DE LA ORSCOOP EN LOS RESULTADOS COOPERATIVOS



FUENTE: Elaboración propia.

la teoría con datos empíricos realizando regresiones múltiples entre varias variables, sean éstas directamente observables o no, de manera que generen explicaciones científicas que vayan más allá de la descripción y la asociación. La representación del modelo conceptual desarrollado en el apartado anterior se resume en el modelo estructural que aparece en la Figura 3, donde ya se han recogido las relaciones causales como hipótesis que deben ser testadas empíricamente.

En general los MEE, designados como modelos multivariantes de segunda generación permiten: *i)* incorporar constructos abstractos no observables directamente como la ORSCOOP y el resto de variables del modelo conceptual (variables latentes) que serán medidas por indicadores (ítems de las escalas de medida propuestas), así como llegar a determinar el grado en el que los indicadores describen las variables latentes; *ii)* modelizar relaciones entre la variable dependiente, la ORSCOOP en nuestro modelo, y el resto de variables, que actúan como variables independientes o exógenas y *iii)* combinar y confrontar hipótesis emanadas del conocimiento teórico previo, plasmado en las relaciones causales descritas, con datos recogidos empíricamente del contexto cooperativo.

Chin (1998) determina el origen de los MEE en la unión de dos corrientes de análisis. Por un lado, la econometría centrada en la predicción y, por otro, el enfoque psicométrico encargado de modelizar conceptos como variables latentes que son indirectamente inferidas de variables manifiestas. Así, los MEE valoran en un análisis único, sistemático e integrador: *el modelo de medida,* a través de la determinación de las cargas factoriales de las variables latentes (constructos) y *el modelo estructural*, relativo a las relaciones de causalidad que previamente se hayan establecido como hipótesis

de trabajo entre un conjunto de constructos independientes y dependientes.

Sin embargo, no todas las técnicas estadísticas que llevan a cabo los MEE son iguales distinguiéndose los modelos basados en covarianzas (MBC) de los modelos basados en la varianza o en componentes (*Partial Least Squares* – PLS). En este último caso, el software más representativo en este momento es SmartPLS, software libre disponible en la red desarrollado por Ringle *et al.* (2005) sujeto a suscripción y autorización de sus autores. PLS basa las estimaciones de los parámetros en la capacidad para minimizar las varianzas residuales de las variables endógenas, a través de la maximización de la varianza explicada (R^2) de las variables dependientes. De esta forma se consigue el principal objetivo de esta técnica que es predecir las variables dependientes (latentes o manifiestas), por lo que se ajustaría a los objetivos planteados en el modelo desarrollado en este trabajo.

La elección de la técnica de los MEE depende de los objetivos que se persigan en la investigación, del conocimiento que se tenga de la teoría subyacente al modelo o de las propiedades de los datos (Chin, 1998). Para llevar a cabo el análisis empírico del modelo proponemos la técnica PLS porque, tal y como indican las principales diferencias entre las técnicas de MEE, PLS se adapta mejor a los análisis exploratorios con fines predictivos en situaciones que presentan un conocimiento teórico poco desarrollado. Además, PLS admite tanto indicadores reflectivos como formativos, lo que permitirá libertad a la hora de establecer las relaciones teóricas dominantes entre los constructos y sus indicadores y no exige una gran dimensión muestral, lo que en el ámbito cooperativo puede ser determinante por no ser un colectivo ni demasiado numeroso ni habituado a ser estudiado mediante encuesta.

5. Conclusiones

La realidad cooperativa basada en principios y valores democráticos y sociales justifica desde la teoría una ORSCOOP o, dicho en otras palabras, un interés hacia la RSE innata en este tipo de empresas. La preocupación por el objetivo social combinado con el interés hacia el objetivo económico en cooperativas nos lleva a considerarlas como un tipo de empresa especialmente relevante en materia de OM, pues ambos fines deben ser cubiertos con eficacia y eficiencia. Por este motivo se ha seleccionado como objetivo de investigación, atendiendo a sus características estructurales y a su acercamiento a través de guías establecidas para su funcionamiento al concepto de RSCOOP. Hasta donde sabemos, es la primera vez que el concepto de orientación al mercado ha sido aplicado de forma extendida a la orientación a la RSE en el contexto cooperativo, definiéndose un modelo de relaciones causales soportado por la literatura académica actual que indica que a mayor ORSCOOP mayor será la satisfacción de los socios, como principal agente de interés y mayores serán los resultados en innovación, calidad y desempeño en su concepción amplia incluyendo resultados no financieros.

El marco teórico seleccionado para este trabajo, la Teoría de los *Stakeholders*, permite justificar una premisa que entendemos vital para el funcionamiento de cualquier empresa y, cómo no, para las cooperativas: las relaciones satisfactorias con los agentes de interés desencadenarán en un mejor posicionamiento económico y social de las mismas. Así, con esta premisa se ha tratado de combinar el papel del socio como agente clave en este tipo de empresas y la importancia de su gestión estratégica y, si cabe, social entendida en un sentido amplio.

Tomando en cuenta los planteamientos anteriores, nuestro objetivo ha sido modelizar la estructura conceptual que nos permite hablar de una ORSCOOP. Se ha llevado a cabo a través del estudio de una serie de subconstructos que entendemos guardan una relación directa con este concepto: la satisfacción de los socios, la innovación, calidad y resultados cooperativos.

El estudio realizado es un paso previo a la validación del modelo de medida que evidencie el vínculo entre la ORSCOOP y las diversas acciones y beneficios que las sociedades cooperativas pueden obtener por ser responsables. La validación de un modelo estructural que recoja estas vinculaciones teóricas de manera empírica, válida y fiable ayudará a los cooperativistas y directivos a entender por qué deben prestar atención a cuestiones relativas a la RSE y qué pueden esperar de los esfuerzos que hagan en pro del rendimiento social, económico y medioambiental, desde una perspectiva sostenible.

Referencias bibliográficas

[1] ARCAS LARIO, N. (director) (2010): «El gobierno de las cooperativas agroalimentarias. Factores de éxito». Fundación Cajamar, Colección Economía, Almería.

[2] ARCAS LARIO, N. y BRIONES, A.J. (2009): «Responsabilidad social empresarial de las Organizaciones de la Economía Social. Valoración de la misma en las empresas de la Región de Murcia». CIRIEC, 65, pp. 143-161.

[3] BELHOUARI, A.; BUENDIA MARTINEZ, I.; LAPOINTE, M.J. y TREMBLAY, B. (2005): «La responsabilidad social de las empresas: ¿un nuevo valor para las cooperativas?, CIRIEC, 53, pp. 191-208.

[4] BEVERLAND, M.B. y LINDGREEN, A. (2007): «Implementing Market Orientation in Industrial Firms: A multiple Case Study», Industrial Marketing Management, 36 (4), pp. 430-442.

[5] CARRASCO, I. (2007): «Corporate Social Responsibility, Values and Cooperation», International Journal in Advanced Economic Research, 13(4), pp. 454-460.

[6] CASTILLA POLO, F. y GALLARDO VÁZQUEZ, D. (2011): «Fondo y forma de la revelación social cooperativa». En: XVI Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Granada.

[7] CASTRO, M. (2006): «Las empresas de economía social y la responsabilidad social corporativa», Papeles de Economía Española, 108, pp. 92-105.

[8] CHIN, W. (1998): «Issues and Opinion on Structural Equation Modeling», MIS Quarterly 2 (1): vii – xv.

[9] COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2001): Libro Verde. Fomentar un Marco Europeo para la Responsabilidad Social de las Empresas, 366 final. Luxemburgo: Oficina de Publicaciones de las Comunidades Europeas.

[10] COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2002): Comunicación de la Comisión relativa a la responsabilidad social de las empresas: una contribución empresarial al desarrollo sostenible. Disponible en: http://eurlex.europa.eu [2/5/2013].

[11] COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2011): Estrategia renovada de la UE para 2011-2014 sobre la responsabilidad social de las empresas. Disponible en: http://eur-lex.europa.eu [12/7/2013].

[12] COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2012): Cooperativas y desarrollo agroalimentario. Dictamen del Comité Económico y Social Europeo, Bruselas.

[13] CONFEDERACIÓN EMPRESARIAL ESPAÑOLA DE LA ECONOMÍA SOCIAL (CEPES) (2007): Manual para el tutor del Programa RSE.COOP. Disponible en: http://www.cepes.es [12/7/2013].

[14] DÍAZ FONCEA, M. y MARCUELLO SERVÓS, C. (2010): «Impacto económico de las cooperativas. La generación de empleo en las sociedades cooperativas y su relación con el PIB», CIRIEC, 67, pp. 23-44.

[15] ELKINGTON, J. (2004): «Enter the Triple Bottom Line». En: HENRIQUES, A. y RICHARSON, J., (Eds). The Triple Bottom Line: Does it all Add up. EarthScan, London UK.

[16] FREEMAN, R.E. (1984): Strategic Management: a Stakeholder Approach. Pitman Publishing.

[17] GALLARDO VAZQUEZ, D. y SANCHEZ-HERNANDEZ, M. I. (2012): La Responsabilidad Social en Extremadura. Badajoz: Obra Social La Caixa.

[18] GARGALLO CASTEL, A. (2008): «La satisfacción laboral y sus determinantes en las cooperativas», en Universidad, Sociedad y Mercados Globales (DE CASTRO SILVA, E.J. y DÍAZ DE CASTRO, J., coords).

[19] GIBSON, D.V. y NAQUIN, H. (2011): «Investing in Innovation to Enable Global Competitiveness: The Case of Portugal», Technological Forecasting and Social Change, 78 (8), pp. 1299-1309.

[20] KHOLI, A. y JAWORSKI, B. J. (1990): «Market Orientation: the Construct, Research Propositions, and Managerial Implications», Journal of Marketing, 54 (2), pp. 1-18.

[21] MARCUELLO SERVÓS, C. y SAZ GIL, M.I. (2008): «Los principios cooperativos facilitadores de la innovación: un modelo teórico», REVESCO, 94, pp. 59-79.

[22] MOZAS MORAL, A. y PUENTES POYATOS, R. (2010): «La Responsabilidad Social Corporativa y su paralelismo con las sociedades cooperativas». REVESCO, 103, pp. 76-100.

[23] MUGARRA ELORRIAGA, A (2001): «Responsabilidad y Balance Social hoy en día: Un reto para las Cooperativas», CIRIEC, 39, pp. 25-50.

[24] NIETO ANTOLÍN, M. y FERNÁNDEZ GAGO, R. (2004): «Responsabilidad social corporativa: la última innovación del management», Universia Business Review, pp. 28-39.

[25] RINGLE, C.M.; WENDE, S. y WILL, A. (2005): Smart PLS 2.0 (beta). Disponible en: http://www.smartpls.de [15/1/2014].

[26] SERVER IZQUIERDO, R.J. y VILLAGONGA GRAÑANA, I. (2008): «Responsabilidad social y cooperativismo. El fondo de educación y promoción (FEP) como indicador social en el caso del cooperativismo de crédito», Estudios de Economía Aplicada, 26(1), pp. 133-158.

[27] SERVER IZQUIERDO, R.J. y CAPO VICEDO, J. (2009): «La responsabilidad social empresarial en un contexto de crisis. Repercusión en las sociedades cooperativas», CIRIEC, 65, pp. 7-31.

[28] VARGAS SANCHEZ, A. y VACA ACOSTA, R.M. (2005), «Responsabilidad Social Corporativa y Cooperativismo», CIRIEC, 53, pp. 241-260.

[29] WAGNER, M. (2010): «Corporate Social Performance and Innovation With High Social Benefits: A Quantitative Analysis», Journal of Business Ethics, 94(4), pp. 581-594.

Emilio Álvarez Suescun*
Pilar Quevedo Cano**

HACIA UN NUEVO MODELO DE DIRECCIÓN DE LOS TRABAJADORES MAYORES

Junto con la pérdida de know-how por el desempleo de los trabajadores mayores consecuencia de la crisis, las empresas se tendrán que enfrentar en las próximas décadas a los retos y oportunidades que generan una demanda y un mercado laboral crecientemente envejecidos. Sin embargo, aunque la mayoría son conscientes de este fenómeno, muy pocas han empezado a considerarlo en sus decisiones. En este trabajo sostenemos que las empresas deberían desarrollar un nuevo modelo de dirección de los trabajadores con más experiencia (AGE) si quieren ser capaces de atraer y retener a estos trabajadores y convertirlos en un activo estratégico. Esta nueva gestión va más allá de implantar una serie de políticas de recursos humanos, debería adoptar un enfoque holístico, a largo plazo y flexible.

Palabras clave: *trabajadores mayores, gestión de la edad, envejecimiento, gestión de la diversidad.*
Clasificación JEL: *M100, M120.*

1. Introducción

Debido a la mayor longevidad y a las bajas tasas de natalidad, nos enfrentamos a un proceso de envejecimiento de la población mundial sin precedentes en la historia de la humanidad: las personas mayores de 65 años comienzan a ser uno de los segmentos de población más importantes en la mayoría de los países (Naciones Unidas, 2010). Este fenómeno es especialmente intenso en las sociedades más desarrolladas, que se enfrentan al desafío que supone que la mayor generación existente nunca (la conocida como generación del *baby boom*) se aproxime a la jubilación.

El proceso de envejecimiento no solo afecta a los individuos, sino que también lo experimentan las organizaciones y las sociedades de las que forman parte. Por ello, como señala Ilmarinen (2005), resulta imprescindible elaborar e implantar un modelo de gestión eficiente de estos trabajadores mayores, que a lo

* Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.Universidad Complutense de Madrid.
** Escuela Universitaria de Informática. Universidad Politécnica de Madrid.
Queremos expresar nuestro agradecimiento a la Fundación Activos de Gran Experiencia por su colaboración en este trabajo.
Versión de julio 2014.

largo de este artículo denominaremos Activos de Gran Experiencia (AGE), en esos tres niveles: sociedad, empresa e individuo, que a su vez estarán estrechamente interrelacionados (Esquema 1).

Desde el punto de vista de la sociedad, la dirección de los AGE se centraría en las políticas públicas destinadas a hacer frente a los problemas asociados con la edad, que, como veremos más adelante, jugarán un papel fundamental en la actuación de las empresas. En el nivel del individuo, la dirección de los AGE incluiría la propia gestión que realiza cada uno de su envejecimiento y su formación. Y desde el punto de vista de la organización, se considerarían un conjunto de iniciativas que intentan dar respuesta a las necesidades de los empleados según la edad, tratando de mantener su aptitud para el trabajo, empleabilidad y motivación. Como se señala a través de las flechas verticales y cruzadas, la interrelación entre estos dos últimos niveles es especialmente estrecha.

En este trabajo nos centramos en el ámbito organizativo, pues las empresas se enfrentan cada vez con mayor frecuencia a retos como sustituir el vacío en capital humano que dejan los trabajadores mayores cuando salen de la empresa, ya sea como consecuencia de la crisis, de un proceso de reestructuración o por la llegada del momento de la jubilación, o cómo beneficiarse de la experiencia y bagaje de estos trabajadores y hacer frente a los inconvenientes asociados a su edad. Sin embargo, la poca evidencia empírica que hay tanto en el ámbito internacional (Chui *et al.*, 2001; Henkens, 2005; Armstrong-Stassen, 2008; Van Dalen *et al.*, 2009; The Economist Intelligence Unit, 2011) como en el caso español (Rimbau, 2007 y Quevedo, 2013) parece apuntar a que la mayoría de las empresas no han incluido todavía, o lo han hecho de forma timorata, la gestión de los AGE como una de sus estrategias clave.

Por este motivo, pretendemos despertar un debate entre académicos y directivos sobre la necesidad de que las empresas aprendan a gestionar eficientemente sus AGE, aprovechando todo el enorme potencial que estos recursos tienen y, a la vez, reduciendo los inconvenientes relacionados con la edad. Con esta finalidad, planteamos un modelo de dirección de los AGE en el ámbito organizativo, que permita orientar a la alta dirección de las empresas sobre cómo pueden atraer y retener a estos trabajadores y ponerles en valor, algo especialmente relevante en los momentos de crisis y recuperación incipiente como los actuales. Así, tras caracterizar a los AGE y explicar la necesidad creciente de una dirección eficiente de los mismos, procederemos a describir los principales rasgos que debería cumplir este modelo e indicar brevemente algunas de las políticas más destacadas que debería contener.

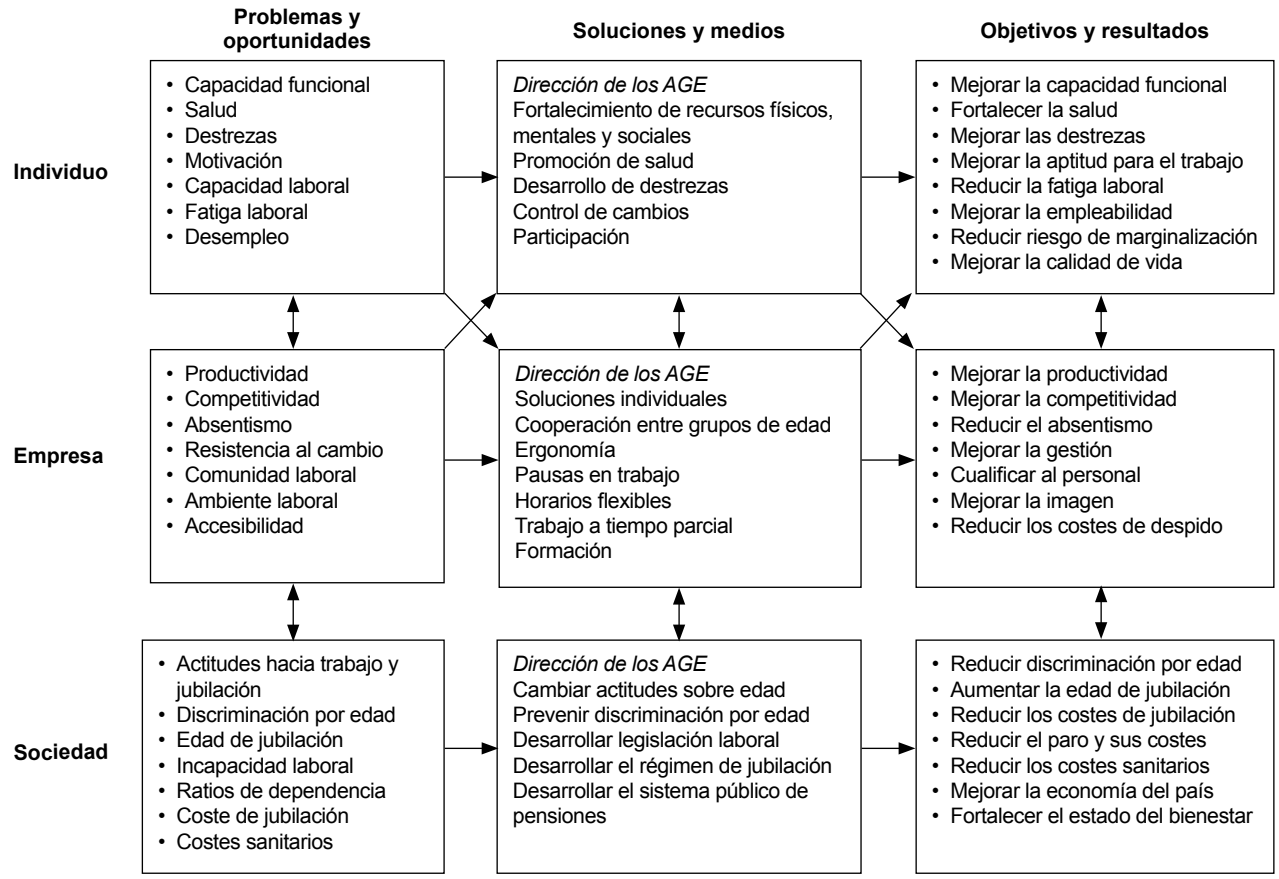
2. Los activos de gran experiencia en la empresa

Denominamos Activos de Gran Experiencia (AGE) a aquellos trabajadores que tienen 25 o más años de experiencia profesional. Normalmente, esta condición coincide con el momento en que la persona roza o supera los 50 años de edad cronológica. Hemos optado por esta denominación no como un eufemismo, sino para destacar que, frente a la visión más negativa que muchas veces se tiene en las empresas de estos trabajadores, estos constituyen un activo muy valioso por el capital intelectual, psicológico, emocional y social que acumulan gracias a su dilatada experiencia vital y profesional (Peterson y Spiker, 2005).

Los trabajadores mayores, especialmente en momentos de necesidad, pueden ser una fuente de conocimiento muy importante para la empresa, tanto por las destrezas y *know-how* concretas que poseen como por el menor coste y la disponibilidad más inmediata que suponen, al poder reducir los esfuerzos formativos (Brooke, 2003 y Peterson y Spiker, 2005). Además de conocimiento técnico y de gestión, la red consolidada de contactos que pueden aportar es especialmente valiosa para desempeñar determinados puestos más cualificados y de carácter ejecutivo (Lockwood, 2003 y Peterson y Spiker, 2005). Asimismo, los AGE pueden

ESQUEMA 1

LOS TRES NIVELES EN LA DIRECCIÓN DE LOS ACTIVOS DE GRAN EXPERIENCIA (AGE)



FUENTE: Ilmarinen (2005: 18).

ser el medio ideal para acceder de forma más eficiente a un segmento del mercado de más edad, por la mayor confianza que pueden despertar y por su mayor conocimiento de las necesidades de este colectivo (Naegele y Walker, 2006 y The Economist Intelligence Unit, 2011).

No obstante, existen ciertos estereotipos negativos basados en la edad, que podrían explicar la reticencia que muestran los empleadores hacia estos trabajadores (Armstrong-Stassen, 2008). Esta discriminación por la edad es una realidad en la sociedad actual[1], que se concreta en el ámbito empresarial en barreras de acceso al empleo, la formación y el desarrollo profesional y en diferencias en los incentivos que no están justificadas por la cantidad ni la calidad del trabajo

[1] Como ejemplo anecdótico, encontramos el caso de Mark Zuckerberg, fundador de Facebook, que, según sostiene David Kirkpatrick en su libro «The Facebook effect» [Virgin Books, 2010], afirmó que prefería contratar a los jóvenes (con formación técnica) porque «simplemente son más listos» (p. 166).

realizado. Aunque en mayor o menor medida puede afectar a todos los grupos de edad, es cierto que los jóvenes y los mayores son los grupos más sensibles (Ilmarinen, 2005).

Desde que en 1969 Robert N. Butler acuñara el término «ageism» (discriminación por razón de la edad), se han realizado numerosos trabajos empíricos que han estudiado los diferentes estereotipos relacionados con la edad, tanto positivos como negativos, que suelen tener empleadores y trabajadores de otros grupos. Por lo general, se considera que los AGE son más experimentados, más leales y merecedores de confianza, con mejores capacidades de interacción, conscientes y efectivos en sus trabajos, reflexivos y mejores trabajadores de grupo. Pero, por otra parte, también se les considera que son más reacios ante las nuevas tecnologías, tienen menor capacidad de adaptación a los cambios y de aprender nuevas ideas, por lo que son menos receptivos a la formación, gozan de peor salud y forma física, carecen de creatividad y son más costosos para las empresas y menos productivos que los trabajadores más jóvenes (Ilmarinen, 2005; Naegele y Walker, 2006 y Lazazzara y Bombelli, 2011).

A pesar de la amplia difusión de estas ideas, en muchos casos la evidencia científica no las ha confirmado. La psicología del desarrollo y los estudios médicos y gerontológicos indican que, por término general, no hay una pérdida significativa de la capacidad de aprender durante la vida laboral (Van Rooij, 2012). Por término medio y teniendo en cuenta las características del puesto, la productividad en sus puestos es similar a la de los más jóvenes, aunque sí se produce un cambio en los componentes (Peeters y Van Emmerik, 2008 y Backes-Gellner *et al.*, 2011): con la edad el rendimiento cuantitativo disminuye pero aumenta el cualitativo. En realidad, el proceso de envejecimiento es gradual y no se aprecia realmente deterioro mental hasta la mitad de los setenta y cada vez más, incluso bien entrados los ochenta.

La presencia y fortaleza de estos estereotipos variará según los sectores y los tipos de trabajo, y los AGE se enfrentan a ella de forma diversa. Por ejemplo, Grima (2011) identificó tres estrategias que los trabajadores más mayores podían adoptar ante unas políticas discriminatorias: aprender a vivir con esa discriminación (más presente en mujeres con escasa formación para las que el trabajo no es un aspecto fundamental de su desarrollo personal); frustración y resistencia latente (más propio en trabajadores con cierta formación que han alcanzado puestos de responsabilidad intermedia, pero con escasos contactos) e intentar superar la situación sin negarla (en trabajadores con formación y elevada movilidad en sus comienzos, que han tenidos una red de relaciones laborales y para los que el trabajo es central en sus vidas).

3. Necesidad de una dirección de los AGE

Existen numerosos factores que explican la cada vez más imperiosa necesidad que tienen las empresas de incluir dentro de su estrategia la dirección de los AGE (Ilmarinen, 2005 y Furunes *et al.*, 2011). En este trabajo vamos a distinguir entre aquellos que provienen del entorno en el que se mueven las empresas, generalmente relacionados con las políticas públicas de los Gobiernos y las características del mercado de trabajo, y aquellos que surgen de las propias necesidades internas y las características de las empresas (Walker, 2005).

Necesidad de responder a los desafíos del entorno

Tanto la evolución demográfica de la población, con una mayor longevidad de las personas y tasas de fertilidad decrecientes o estancadas, como la tendencia en las últimas décadas a la salida temprana del mercado laboral, nos llevan a una situación en la que la población en edad de trabajar se reduce paulatinamente, en especial en Europa (Walker, 2005; The Economist Intelligence Unit, 2011 y Van Stolk, 2012). Este proceso

CUADRO 1

PARADOS POR GRUPO DE EDAD

Grupos de edad	2014 (TIII) (miles)	2007 (TIII) (miles)	2007 - 2014 (en %)	2013 (TI) (miles)	2013 - 2014 (en %)
<30	1.533,0	739,0	107,44	1.855,2	-16,95
30-45	2.107,4	647,6	225,42	2.546,1	-13,26
<45	3.640,4	1.386,6	162,54	4.401,3	-14,82
>45	1.787,3	419,5	326,05	1.877,0	-0,18
45-54	1.194,2	286,0	317,55	1.287,5	-1,89
>55	593,1	133,5	344,27	589,5	3,55

FUENTE: INE, Encuesta de Población Activa.

de envejecimiento afecta también a los fundamentos de la economía, pues se prevé que en las próximas décadas la demanda de pensiones, cuidados sanitarios y asistencia a largo plazo suponga una presión insostenible sobre las arcas públicas. Según Ward (2011), las diferencias demográficas entre países podrían llegar a justificar hasta un 2,5 por 100 de diferencia en el crecimiento del PIB en las décadas venideras.

Ante estas circunstancias, los Estados han reaccionado con un cambio en sus políticas nacionales, que las empresas tendrán que tener muy en cuenta. Según Van Stolk (2012), los países miembros de la Unión Europea han adoptado dos tipos de medidas. Por un lado, unas medidas más generales, como la reforma de los sistemas de pensiones y de las condiciones de las bajas por incapacidad, la reducción de los incentivos para la jubilación anticipada, el diseño de políticas antidiscriminación en el puesto de trabajo o de incentivos para la formación continua en el entorno laboral. Por otro lado, unas políticas centradas directamente en los AGE, que incluyen medidas como incentivos financieros a empleadores y empleados, planes de jubilación gradual, incentivos para mejorar la flexibilidad de los trabajos o campañas para promocionar un cambio de actitud en la sociedad ante los empleados mayores.

No obstante, los resultados de esas políticas activas se han visto afectados por la irrupción de la crisis económica que ha hecho una especial mella en los trabajadores de más edad. Evidentemente, la situación económica actual no ayuda nada a la integración y conservación de las personas de más edad en el mercado laboral. Según datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), el número de parados mayores de 55 años en España pasó de 133.500 en el tercer trimestre de 2007 a 593.100 en el mismo trimestre de 2014, lo que supone un incremento del 344 por 100. Si comparamos ese dato con el grupo de los menores de 45 años, que sufrió un incremento del 163 por 100, podemos observar que el colectivo del cual hablamos ha salido especialmente perjudicado en este período de crisis (Cuadro 1). Al grave problema de la pérdida del puesto de trabajo se une la mayor dificultad que tiene el colectivo de trabajadores de más de 55 años para reincorporarse a la vida laboral: desde el 1 de enero de 2013 hasta el 1 octubre de 2014 ha aumentado el número de parados en este

grupo un 0,6 por 100, mientras que en el resto se ha reducido un 15 por 100.

De la Rica y Anghel (2014) corroboran esa dificultad de empleabilidad de los trabajadores mayores en un reciente estudio sobre el desempleo de larga duración en España. Concluyen que ser mayor de 45 años aumenta la probabilidad de ser parado de larga duración un 50 por 100 con respecto a los menores de 30 años y un 30 por 100 con respecto a los que tienen entre 30 y 45 años. Uno de cada tres parados de larga duración en España es mayor de 45 años. La permanencia en el desempleo compromete no solo la capacidad actual de sostenimiento de los trabajadores desempleados, sino su capacidad para generar el derecho a una pensión que les permita subsistir en el futuro, así como la pérdida de *know-how* para las empresas. Estos datos ponen de manifiesto la magnitud del problema y hacen, si cabe, más necesaria la aplicación de soluciones.

Necesidad de gestionar estratégicamente los AGE

La empresa está obligada a gestionar eficientemente su capital humano si quiere mantener su posición competitiva, lo que implica tanto mantener y mejorar la dotación presente y futura de recursos humanos como la explotación estratégica del capital existente. Si bien las empresas podrían intentar asegurarse el capital humano necesario contratando trabajadores jóvenes, es imprescindible recurrir también a los AGE cuando las necesidades de personal sean muy elevadas y/o cuando el capital acumulado por los AGE, a lo largo de su vida profesional, represente un activo estratégico que los jóvenes no puedan sustituir o no pueden hacerlo inmediatamente (Naegele y Walker, 2006). Esta circunstancia se dará con mayor frecuencia en sectores y en trabajos intensivos en conocimiento que, por otra parte, son los menos sensibles al efecto del envejecimiento.

Asimismo, como hemos comentado anteriormente, no solo se trataría de asegurar la base de destrezas de la empresa, sino que habría que explotar las oportunidades que ofrece la mayor edad de estos trabajadores. Esto es especialmente importante para aquellas empresas que operan en sectores con una demanda de personas maduras o que ofrecen productos y servicios relacionados con la edad, ya sea nutrición, planes de pensiones, productos y servicios de salud, ocio, etcétera (Naegele y Walker, 2006). The Economist Intelligence Unit (2011) informa que empresas como Intel, General Electric, Danone o Phillips ya están haciendo esfuerzos por comprender mejor las necesidades de estos consumidores. De esta forma, los trabajadores AGE podrían servir de referencia a la hora de identificar necesidades no satisfechas o de probar los productos o servicios desarrollados antes de lanzarlos al mercado, así como trabajar como comerciales con los colectivos de su edad, lo que podría hacer que los clientes empatizaran más con ellos.

Una dirección eficiente de los AGE también es fundamental para poder reducir los costes asociados con la edad, ya sea por disponer de unos trabajadores con una edad media elevada o por un inadecuado equilibrio entre los grupos de edad. Si bien estas situaciones podrían solucionarse despidiendo o jubilando anticipadamente a los AGE, a los costes de la salida prematura en términos de pérdida de experiencia y conocimiento específico, habría que sumar los de reclutamiento y formación de los nuevos empleados. Todo esto hace que resulte más rentable para la organización adoptar medidas de reorganización del trabajo, de prevención en salud, de motivación, etcétera.

4. Un modelo de dirección de los AGE

A partir de la evidencia empírica que acabamos de presentar y una vez estudiada la naturaleza de los AGE y los factores que explican su importancia creciente, constatamos la necesidad de que la empresa se asegure la atracción y retención de los trabajadores con más experiencia y su puesta en valor dentro de la empresa. Es decir, se trata de conseguir que los AGE sean una fuente de ventaja competitiva, para lo cual

resulta imprescindible plantear un nuevo modelo de dirección de los mismos.

Para que este objetivo se pueda alcanzar, la dirección de la empresa debe conseguir motivarles e integrarles en la organización. Motivar a estos trabajadores para que den lo mejor de sí mismos implica tener en cuenta sus particularidades y los posibles inconvenientes asociados con la edad que se pudieran presentar (Ilmarinen, 2005; Backes-Gellner *et al.*, 2011 y Lazazzara y Bombelli, 2011). Asimismo, la dirección tiene que lograr integrar a este grupo de trabajadores de forma eficiente en la empresa, para lo cual es fundamental lograr que se sientan miembros de la plantilla, lo que requiere evitar rechazos por parte de la dirección o sus compañeros, y adaptar las condiciones asociadas a la tarea que van a realizar a sus condiciones particulares.

Este nuevo modelo de dirección de los AGE debería cumplir una serie de requisitos si queremos que sea un instrumento eficaz en la relación de la empresa con los AGE y que alcance los objetivos anteriores. En concreto, se tendría que tratar de una dirección integral, con un enfoque a largo plazo, flexible y que concite el apoyo inequívoco de la alta dirección.

Enfoque integral y sistémico

La dirección de los AGE ha evolucionado de ser un conjunto de medidas destinadas exclusivamente a atraer y retener a trabajadores de mayor edad, sin tener en cuenta el impacto que estas políticas puedan tener en el resto de colectivos de la empresa (por ejemplo, los más jóvenes), a estar integrada dentro de la gestión de la diversidad en la empresa (Naegele y Walker, 2006 y Walker, 2006). Por lo tanto, la dirección de los AGE no se reduciría al ámbito de la estrategia de recursos humanos, sino que entroncaría con la responsabilidad social corporativa a través de la gestión de la diversidad (Ilmarinen, 2005).

Centrándonos en la diversidad por edad, la dirección tiene que ser consciente tanto de las distintas necesidades que pueden tener los trabajadores mayores (y los jóvenes) como de las percepciones que tienen sobre los otros. Por eso, es imprescindible que las prácticas que la empresa implante contribuyan a fortalecer los lazos entre las generaciones, asegurando que las destrezas sean complementarias, que se integra a los nuevos trabajadores jóvenes, se conserva a los más antiguos y se mejora el desarrollo profesional. Y para que esto ocurra la empresa tiene que lograr una neutralidad respecto de la edad, que no se convierta en un criterio excluyente, sino en todo caso diferenciador (Walker, 2005).

La empresa debe hacer un esfuerzo para complementar las ventajas que ofrecen los AGE con la que ofrecen los trabajadores más jóvenes, como una mayor capacidad para asimilar nuevas tecnologías, nuevos enfoques a la creatividad, mejores condiciones físicas y mayor rapidez cognitiva. Aunque los resultados empíricos no son concluyentes, parece que un equilibrio adecuado maximiza la productividad obtenida por la empresa (Guest y Stewart, 2011).

Enfoque a largo plazo

Teniendo en cuenta que los trabajadores jóvenes de hoy serán los AGE del mañana, las políticas de la empresa deberían adoptar una perspectiva a largo plazo. Las destrezas, potencial y condiciones de una persona varían con los años, por lo que la planificación de las políticas relacionadas con los AGE deberían considerar un período más amplio de la vida laboral de sus empleados con el objetivo de que estos puedan desarrollar y explotar plenamente su potencial en todo momento (Walker, 2006).

Adaptando la trayectoria profesional a las necesidades de los trabajadores en las diversas etapas de su vida, las empresas pueden mantener la motivación y el bienestar de sus trabajadores. Esto es especialmente importante cuando se trata de facilitar las transiciones entre los períodos de trabajo y no trabajo en todas las etapas de la vida laboral, como cuando decide continuar

con su formación (máster, doctorado, etcétera), dedicarse al cuidado de familiares o jubilarse.

Asimismo, si al diseñar la estrategia formativa la empresa tiene en cuenta las necesidades que cada trabajador va a tener a lo largo de su vida, o al menos en un período suficientemente amplio, conseguirá mantener actualizado su capital humano, lo que redundará en su mayor empleabilidad. Algo similar ocurre con las condiciones de trabajo, si la empresa invierte en medidas de prevención desde la madurez temprana que ayuden a afrontar las tensiones físicas y mentales asociadas con el envejecimiento, se ahorrará importantes cantidades por bajas por enfermedad, absentismo y baja productividad.

Flexibilidad

Los responsables de la empresa tendrán que adoptar un enfoque flexible que tenga en cuenta la variabilidad en tres niveles: el entorno, la organización y el trabajador (Ilmarinen, 2005). Las necesidades de las empresas en la gestión de los AGE variarán según la actividad que desempeñan, su tamaño (en las empresas más pequeñas los trabajadores suelen tener mayor capacidad de adaptación y ponen menos objeciones a realizar tareas físicas más exigentes, mientras que en las grandes se adopta un enfoque más integral), su situación competitiva (en expansión se necesitará de todo el capital humano disponible, mientras que aquellas en procesos de reestructuración pueden buscar una solución menos traumática en las prejubilaciones), el peso de los trabajadores mayores en su plantilla, su cultura organizativa (ya sea más innovadora o más burocrática, más familiar o profesional, etcétera) o su antigüedad, entre otros.

Esta variabilidad se presenta incluso en el nivel individual. Aunque tradicionalmente se ha considerado a los AGE como un colectivo homogéneo, nada más lejos de la realidad. Las necesidades de los trabajadores mayores en cuanto a la formación, modificación de las condiciones de trabajo, desarrollo profesional, prevención e higiene en el trabajo, etcétera, varían dependiendo de su sexo, salud (una salud precaria incrementa la probabilidad de jubilación anticipada y demandará una mayor reorganización de las condiciones de trabajo), cualificación (los trabajadores cualificados requerirán más formación y desarrollo profesional que adaptación del puesto de trabajo), motivación, situación económica (los trabajadores con una buena situación económica basarán su decisión de seguir en la empresa y no jubilarse en el desarrollo profesional o en el reconocimiento), etcétera.

Apoyada activamente por la dirección

Como con cualquier estrategia, una dirección eficiente de los AGE requiere que tanto la alta dirección como los mandos intermedios se involucren, siendo fundamental que el consejo de administración crea en la bondad de las políticas a implantar (Furunes *et al.*, 2011). Este apoyo a las prácticas que pretenden satisfacer las necesidades de los AGE va a depender de la comprensión de los directivos respecto de la problemática asociada con los trabajadores mayores y de su propia actitud y motivación ante la misma, así como de la libertad que disfruten para ponerlas en marcha.

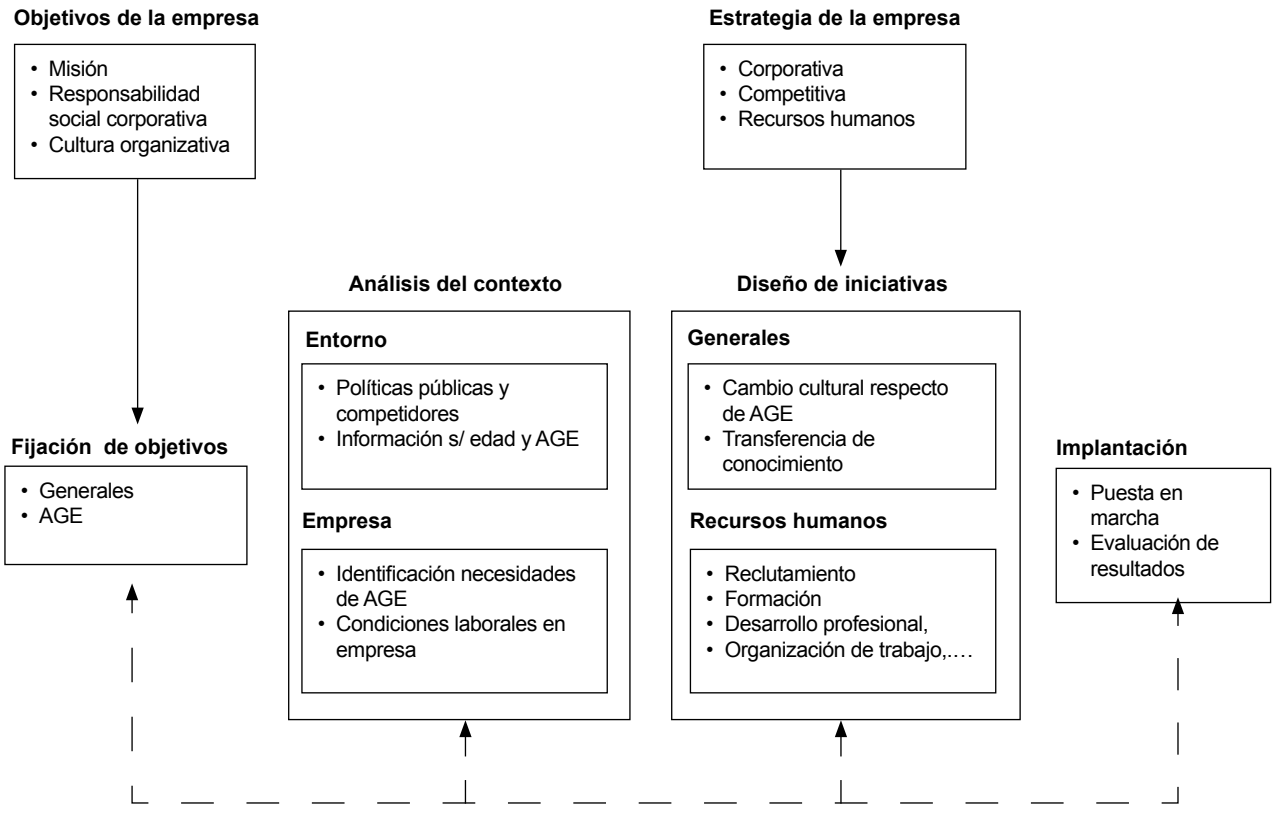
En este sentido, sus decisiones vienen determinadas tanto por sus características personales (sexo o edad), sus propios planes de desarrollo profesional o su experiencia como por la disponibilidad de suficientes recursos económicos, intelectuales, emocionales y organizativos, como Furunes *et al.* (2011) pusieron en evidencia en un estudio entre 672 directores administrativos y operativos noruegos en el sector público.

5. Políticas orientadas a los AGE

Para poder poner en marcha un modelo de dirección de los AGE que consiga atraer y retener a estos trabajadores y maximice su potencial de la forma más eficiente posible, cumpliendo además con los requisitos que acabamos de plantear, es fundamental seguir

ESQUEMA 2

EL MODELO DE DIRECCIÓN DE LOS AGE



FUENTE: Elaboración propia.

un proceso sistemático y deliberado. Este proceso constaría de cinco fases: fijación de objetivos, análisis, diseño de iniciativas, implantación y evaluación de resultados (Esquema 2).

Como podemos observar, los objetivos perseguidos tienen que emanar y, por lo tanto, ser coherentes con la propia identidad de la empresa y su visión de futuro y formar parte de la estrategia de responsabilidad social, al estar relacionados con la satisfacción de las necesidades de un grupo de *stakeholders* dentro de la empresa. Estos objetivos vendrán también condicionados por los valores y creencias imperantes en la organización.

Antes de proceder a diseñar unas políticas para la gestión de los AGE es prioritario conocer la realidad en la que se mueve la empresa y la que le caracteriza. Es fundamental que la empresa recabe información sobre tres ámbitos: las políticas públicas que en materia de trabajadores mayores rigen en los países donde opera, las características generales de estos trabajadores y de su mercado de trabajo y las estrategias que están llevando a cabo sus principales competidores respecto de

este grupo. De esta forma, podría cumplir con los requisitos legales y aprovecharse de las ayudas existentes y ofrecer unas condiciones cuando menos similares a las ofrecidas por la competencia, para poder retener a los actuales trabajadores y atraer a nuevos. Asimismo, la empresa tiene que realizar una auditoría tanto de las características de sus trabajadores, por ejemplo, la pirámide de edad, el nivel de educación o las destrezas y conocimientos, como de sus necesidades, por ejemplo, sus objetivos, su satisfacción con el puesto que desempeñan, sus perspectivas, etcétera. Será necesario también conocer las condiciones actuales de trabajo, en cuanto al diseño y la organización de los puestos de trabajo, los niveles de absentismo, las bajas por enfermedad o la rotación, entre otros aspectos.

Una vez realizado el análisis de las características del entorno y de la empresa en relación con los AGE, es el momento de diseñar una serie de iniciativas y de ponerlas en marcha, controlando los resultados. Por supuesto, estas políticas tendrían que ser coherentes con la estrategia de la empresa, especialmente a nivel competitivo y de recursos humanos (Guerras y Navas, 2007). No obstante, como ya hemos comentado, una buena práctica en la gestión de los AGE no implica diseñar exclusivamente políticas que sean específicas para los trabajadores mayores ni estas tienen por qué ceñirse al ámbito de la dirección de recursos humanos, sino que también van a abarcar un ámbito más general de la empresa, como el cambio cultural o la transferencia de conocimiento, sin las cuales las anteriores no serían efectivas.

Un paso previo imprescindible para poder implantar de forma eficiente políticas concretas de recursos humanos para los AGE es el «cambio de la percepción sobre estos trabajadores en la cultura organizativa» (Peterson y Spiker, 2005 y Naegele y Walker, 2006). Tanto las actitudes discriminatorias de los superiores y los compañeros como las propias iniciativas discriminantes afectan negativamente a los AGE en su autoestima, su satisfacción y su autocontrol, lo que reduce su motivación y genera tensiones con el resto de trabajadores. Esto se traduce finalmente en una menor involucración en el trabajo, lo que lleva a una menor productividad, un menor interés por participar en las actividades de formación, un mayor absentismo, un clima laboral negativo e incluso una salida temprana de la organización. Estas situaciones no solo tienen un impacto económico, sino también estratégico, pues a la pérdida de capital humano valioso se une la dificultad para atraer nuevos recursos.

Por ello, si la empresa quiere desarrollar una actitud positiva respecto de los trabajadores mayores, es fundamental la concienciación respecto de la problemática asociada a este colectivo, tanto de la alta dirección y los responsables de recursos humanos como del resto del personal. Las principales herramientas con las que cuenta la empresa para ese cambio cultural respecto de los AGE son la formación, la anticipación y participación.

— La información y la formación permiten combatir eficazmente las actitudes negativas que hemos mencionado, que derivan fundamentalmente de la ignorancia y de viejas creencias y mitos. Esto implica explicar la evidencia científica existente sobre los efectos de la edad en las cualidades físicas, cognitivas, psicológicas o sociales de los individuos y, sobre todo, su repercusión real en el trabajo.

— Anticiparse y atender inmediatamente las reclamaciones e indicios de discriminación que pudiera haber, evitando que perjudiquen el clima laboral y la imagen de la empresa.

— Favorecer la participación, incluyendo profesionales de diversas edades en los órganos que diseñan las estrategias, mezclando experiencia con iniciativa, cautela con energía, lo que permitirá que las necesidades de todos los grupos de edad sean tenidas en cuenta y que los cambios estratégicos y organizativos puedan ser mejor aceptados por todos los empleados.

Otro de los elementos fundamentales de la dirección de los AGE son los «programas de transferencia de conocimiento». Una de las cuestiones que más preocupan a las empresas es cómo conservar el

conocimiento que han desarrollado estos trabajadores antes de que dejen la empresa, pues ello puede afectar a la eficiencia en los procesos de negocio, a la calidad de los productos y servicios ofrecidos y a la satisfacción de las necesidades de los consumidores. Asimismo, para mantener e incluso ampliar la base de conocimientos de la empresa es fundamental la incorporación de nuevos trabajadores jóvenes, pero este es un proceso lento que no se puede hacer sin contar con la complicidad de los AGE.

Esa transferencia del conocimiento desde los trabajadores maduros hasta aquellos que tienen que asimilarlo se puede hacer de dos formas, indirecta o directamente (Gendron, 2011). En el primer caso, se pone en marcha algún mecanismo por el cual los AGE van formalizando ese conocimiento durante su trabajo diario, por ejemplo, mediante un tutorial, donde el trabajador especialista describe por escrito el procedimiento a seguir en caso, por ejemplo, de una interrupción del servicio. Toda esta información se incorpora a una base de datos, que se puede completar identificando las competencias necesarias en cada uno de los puestos.

El otro mecanismo de transferencia es la relación directa entre los AGE y los aprendices. Estos mecanismos suelen ser más eficientes conforme más complejo es el conocimiento a transmitir, pues la formalización será siempre incompleta. La transmisión se puede hacer mediante la participación de los trabajadores maduros en los programas de formación de los más jóvenes o bien mediante el asesoramiento (*mentoring* y *coaching*). En esta segunda opción, los AGE se convierten en tutores que mediante una relación cercana con los más jóvenes pueden ayudarles con los problemas que surjan, orientarles sobre cómo hacer mejor el trabajo o buscar con ellos soluciones más eficientes a problemas antiguos o nuevas soluciones a nuevos problemas.

Por supuesto, existen también una serie de iniciativas dentro de las distintas «políticas de recursos humanos» que están más directamente enfocadas a atraer y retener a los AGE y ponerles en valor dentro de la empresa. Puesto que una descripción detallada de las posibles estrategias que se podrían aplicar para la gestión eficiente de los AGE excede las posibilidades de este artículo, presentamos un resumen de las mismas en el Cuadro 2. Como se observa, por cada estrategia de recursos humanos se señalan los objetivos que se perseguirían y se enumeran algunas medidas concretas.

6. Conclusiones

Este trabajo pretende llamar la atención a académicos y directivos sobre el papel cada vez más importante que van a jugar los trabajadores con más de 25 años de experiencia laboral (o como los denominamos aquí, Activos de Gran Experiencia, AGE) en la gestión de las empresas, especialmente en momentos de crisis o de recuperación incipiente. En las próximas décadas, las empresas se van a enfrentar a una demanda y un mercado laboral crecientemente envejecidos. Y, sin embargo, la escasa evidencia empírica que hay sobre este asunto indica que la mayoría de las empresas apenas han adoptado alguna iniciativa destinada a dar una respuesta a los retos y oportunidades que plantea este envejecimiento, y las pocas que se han puesto en marcha son de carácter reactivo y coyuntural.

Por ello, este trabajo plantea la necesidad de desarrollar un nuevo modelo de dirección de los AGE en el ámbito organizativo que vaya más allá de la implantación de un conjunto de estrategias específicas para estos trabajadores. Este modelo tendría que adoptar un enfoque holístico, enmarcándose dentro de la gestión de la diversidad en la empresa, y a largo plazo, abarcando para su planificación un período amplio de la vida laboral del trabajador, no restringiéndose solo a los últimos años. Y debería caracterizarse también por la flexibilidad, de forma que pudiera adaptarse en cada momento a los cambios demográficos y a las políticas públicas y a las necesidades concretas de la organización y de sus AGE.

La implantación de este modelo, que para tener éxito requeriría el apoyo decidido del ápice

CUADRO 2

RESUMEN DE INICIATIVAS EN EL ÁMBITO DE LA DIRECCIÓN DE LOS AGE

Estrategias	Objetivos perseguidos	Principales iniciativas
Selección y reclutamiento	• Asegurar que AGE tengan iguales oportunidades de acceso a los trabajos disponibles • Reclutar a AGE para evitar escasez de destrezas	• Eliminar límites de edad en anuncios y otros medios de reclutamiento • Utilizar personal con formación específica en AGE • Campañas publicitarias específicamente diseñadas para atraer a AGE • Crear base de datos con trabajadores que dejan empresa y realizar seguimiento • Buscar candidatos entre AGE desempleados, con riesgo de ser despedidos o jubilados anticipadamente de forma no voluntaria
Formación	• Concienciar al resto de personal sobre AGE y a AGE sobre sus obligaciones y su situación • Mejorar conocimiento de directivos sobre AGE y su gestión • Asegurar actualización y desarrollo de destrezas	• No establecer límites de edad en programas de formación y aprendizaje • Involucrar a los AGE en la planificación e implantación de la formación • Asociar los proyectos formativos a la evolución de los individuos • Equipos y entornos adaptados a la reducción en las percepciones sensoriales • Uso de metodologías adaptadas a características y motivación de AGE • Conectar las actividades formativas con la realidad laboral (*situated learning*)
Desarrollo profesional	• Asegurar la igualdad de acceso a oportunidades de progreso profesional y a seguridad laboral. • Ajustar los últimos trabajos de los AGE a su situación concreta	• Evaluar periódicamente la situación personal y laboral de AGE para diseñar una trayectoria profesional adaptada a las circunstancias concretas • Desarrollar herramienta de orientación y posicionamiento (empleados 40-45 años) • Facilitar igualdad en promoción a puestos jerárquicos superiores • Crear itinerarios profesionales paralelos para los AGE (p.ej., en labores formativas o de *mentoring*)
Organización del trabajo	• Flexibilidad en la organización del trabajo: — Alineando más productivamente los tiempos del trabajo y las exigencias del puesto — Conciliando mejor el trabajo con los compromisos e intereses personales de los AGE.	• Ajustar turnos de trabajo para poder empezar antes, después o partir la jornada • Reducción en la jornada de trabajo diaria o semanal • Establecer permisos pagados en casos especiales en función de los años en la empresa o la productividad en el trabajo • Ofrecer tareas que puedan realizar a distancia o en horarios que ellos se fijen • Jubilación gradual • Flexibilidad en la edad de jubilación (incluyendo la posibilidad de trabajar más allá de la edad legal de jubilación)
Seguridad e higiene en el trabajo y rediseño de puestos:	• Prevenir las enfermedades y discapacidades derivadas del trabajo y, en general, favorecer un buen proceso de envejecimiento • Compensar el declive físico, mental y cognitivo	• Realizar cursos de formación sobre anatomía, fisiología y ergonomía • Realizar revisiones médicas periódicas • Realizar intervenciones para mejorar las condiciones de trabajo físicas, psicológicas y sociales • Adaptando el sistema de rotación de turnos para minimizar los efectos de los cambios en las pautas de sueño • Desarrollar programas de rehabilitación para ayudar a los pacientes con bajas médicas prolongadas a mejorar su desempeño

FUENTE: Elaboración propia.

estratégico, conseguiría asegurar la atracción y retención de los trabajadores con mayor capital humano, convirtiéndolos en un activo estratégico. Esto se lograría al acceder a un conocimiento, experiencia y capital social difícilmente imitables de forma más inmediata e incluso a un coste menor, pudiendo además llegar más fácilmente y con productos y servicios mejor adaptados al creciente segmento de consumidores mayores. Asimismo, con una gestión preventiva de los AGE se lograrían importantes ahorros de costes al reducirse las bajas por enfermedad y prevenir la pérdida de productividad, mejorando al mismo tiempo el clima laboral.

Consideramos que este trabajo puede servir como un revulsivo para el inicio de futuras investigaciones en este campo, pues plantea muchas cuestiones a las que dar una respuesta: ¿cómo están afrontando actualmente las empresas españolas en los distintos sectores la gestión de sus AGE?, ¿qué impacto están teniendo las políticas públicas en esta materia en las empresas y qué medidas echan de menos estas?, ¿en qué medida la consideración de la edad dentro de la gestión de la diversidad mejora la rentabilidad de las empresas?, ¿qué prácticas son las más eficientes y cómo se organizan?, entre otras.

Asimismo, creemos que el modelo de dirección de los AGE que se presenta puede servir de marco de reflexión para los directivos: los AGE dejarían de ser considerados como un problema, pues una gestión eficiente de los mismos puede ser clave para mantener o incluso mejorar la posición competitiva de la empresa. Por ello, sería fundamental que los máximos responsables de la empresa iniciaran un proceso de diseño del modelo de dirección de estos trabajadores, que necesariamente tendría que comenzar con una auditoría tanto de las características de los mismos como de sus necesidades, para posteriormente diseñar un conjunto de iniciativas que, teniendo en cuenta el resto del capital humano y la estrategia de la empresa, permitiese atraer, retener y poner en valor a los trabajadores de más experiencia.

Referencias bibliográficas

[1] ARMSTRONG-STASSEN, M. (2008): «Towards a Long Human Resource Practices for Mature Workers – And Why Aren't Employers Using them?», Asia Pacific *Journal of Human Resources*, vol. 46, nº 3, pp. 334-352.

[2] BACKES-GELLNER, U.; SCHNEIDER, M.R. y VEEN, S. (2011): «Effect of Workforce on Quantitative and Qualitative Organizational Performance: Conceptual Framework and Case Study Evidence», *Organization Studies*, vol. 32, nº 8, pp. 1.103-1.121.

[3] BROOKE, L. (2003): «Human Resource Costs and Benefits of Maintaining a Mature-age Workforce», *International Journal of Manpower*, vol. 24, nº 3, pp. 260-283.

[4] CHUI, W.; SNAPE, E.; CHAN, A. y REDMAN, T. (2001): «Age stereotypes and Discriminatory Attitudes towards Older Workers: An East-West Comparison», *Human Relations*, vol. 54, nº 5, pp. 629-661.

[5] DE LA RICA, S. y ANGHEL, B. (2014): «Los parados de larga duración en España en la crisis actual». Laboratorio de Alternativas. Doc. de Trabajo, nº 185/2014.

[6] FURUNES, T., MYKLETUN, R.J. y VAN EMMSOLEM, P.E. (2011): «Age Management in the Public Sector in Norway: Exploring Managers' Decision Latitude», *International Journal of Human Resource Management*, vol. 26, nº 6, pp. 1.232-1.247.

[7] GENDRON, B. (2011): «Older Workers and Active Ageing in France: the Changing Early Retirement and Company Approach», The international journal of human resource management, vol. 22, nº 6, pp. 1.221-1.231.

[8] GRIMA, F. (2011): «The Influence of Age Management Policies on Older Employee Work Relationships with their Company», *International journal of human resource management*, vol. 22, núm.6, pp. 1.312-1.332.

[9] GUERRAS, L.A. y NAVAS, J.E. (2007): *La Dirección Estratégica de la Empresa*. Civitas. Madrid.

[10] GUEST, R. y STEWART, H. (2011): «The Age Dispersion of Workers and Firm Productivity: a Survey Approach», *Australian Journal of Labor Economics*, vol. 14, nº 1, pp. 59-75.

[11] HENKENS, K. (2005): «Stereotyping Older Workers and Retirement: The Managers´ Point of View», *Canadian Journal on Aging*, vol. 24, nº 4, pp. 353-366.

[12] ILMARINEN, J. (2005): «Towards a Longer Worklife! Ageing and the Quality of Worklife in the European Union», Finnish Institute of Occupational Health, Helsinki.

[13] LAZAZZARA, A. y BOMBELLI, M.C. (2011): «HRM Practices for an Ageing Italian Workforce: the Role of Training», *Journal of European Industrial Training*, vol. 35, nº 8, pp. 808-825.

[14] LOCKWOOD, N.R. (2003): «The AAging Workforce. The Reality of the Impact of Older Workers and Eldercare in the Workplace», 2003 SHRM *Research Quarterly*, nº 4.

[15] NACIONES UNIDAS (2010): «World Population Prospects: the 2010 Revision», Naciones Unidas, New York.

[16] NAEGELE, G. y WALKER, A. (2006): «A Guide to Good Practice in Age Management», European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.

[17] PEETERS, M.C.W. y VAN EMMERIK, H. (2008): «An Introduction to the Work and Well-being of Older Workers», *Journal of Managerial Psychology*, vol. 23, nº 4, pp. 353-363.

[18] PETERSON, S.J. y SPIKER, B.K. (2005): «Establishing the Positive Contributory Value of Older Workers: a Positive Psychology Perspective», *Organizational Dynamics*, vol. 34, nº 2, pp. 153-167.

[19] QUEVEDO, P. (2013): «Los activos de gran experiencia en el sector español de la energía», *Monografía nº 15072*. Universidad Politécnica de Madrid, Madrid.

[20] RIMBAU, C. (2007): «Employment and Labour Market Policies for an Ageing Workforce and Initiatives at the Workplace. National Overview Report: Spain», European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, Dublín.

[21] THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT (2011): «A Silver Opportunity? Rising Longevity and its Implications for Business», The Economist Intelligence Unit.

[22] VAN DALEN, H.; HENKENS, K. y SCHIPPERS, J. (2009): «Dealing with an Ageing Labour Force: What do European Employers Expect and Do?», *Journal of European Social Policy*, vol. 19, nº 1, pp. 47-60.

[23] VAN ROOIJ, S.W. (2012): «Training Older Workers, Lessons Learned, Unlearned, and Relearned from the fFeld of Instructional Design», *Human Resource Management*, vol. 51, nº 2, pp. 281-298.

[24] VAN STOLK, C. (2012): «Impact of the Recession on Age Management Policies», European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.

[25] WALKER, A. (2005): «The Emergence of Age Management in Europe», International Journal of Organisational Behaviour, vol. 10, nº 1, pp. 685-697.

[26] WALKER, A. (2006): «Active Ageing in Employment: Its Meaning and Potential», *Asia-Pacific Review*, vol. 13, nº 1, pp. 78-93.

Juan Manuel Martín Álvarez*
Antonio Anibal Golpe Monte*
Jesús Iglesias Garrido*
Mónica Carmona Arango*

ORTO Y OCASO DEL SISTEMA DE CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS

En el último lustro el sistema de cajas de ahorros español ha pasado de representar el 50 por 100 del sistema financiero a su casi desaparición En este trabajo analizamos el porqué de este aparente éxito inicial y cuales han podido ser las causas de esta descomposición final. Haciendo uso de las leyes de Zipf y Gibrat, se demuestra cómo el crecimiento de la red comercial y la concesión de créditos fue creciendo de forma independiente del tamaño de las entidades financieras, lo que provocó una sobredimensión de la mayor parte de las cajas de ahorro que ha supuesto su posterior desaparición.

Palabras clave*: *economía financiera, ley de Gibrat, ley de Zipf.
Clasificación JEL*: *C16, G00.

1. Introducción

La crisis económico-financiera que sufre la economía española desde el año 2007 ha provocado, entre otras consecuencias, la práctica desaparición del sistema de Cajas de Ahorros en España, algo realmente impensable hace menos de una década.

El objetivo del presente artículo versa sobre el estudio del auge y posterior caída del sistema de cajas de ahorros existente en la economía española en la primera década del Siglo XXI, haciendo uso de las leyes de Zipf (1949) y Gibrat (1931). El uso de dichas leyes se adecúa al objetivo de nuestro análisis: estudiar la composición de este conjunto de entidades financieras en relación a su tamaño y crecimiento. Para alcanzar este objetivo, y haciendo uso de los datos de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA) para el período 2002-2009, nuestro trabajo analiza la distribución del volumen de activos, pasivos y las redes comerciales de las cajas de ahorros españolas.

Para llevar a cabo esta tarea, nuestro análisis comienza con una descripción detallada de la situación a

* Universidad de Huelva.
Los autores desean agradecer los valiosos comentarios y sugerencias de un evaluador anónimo, del profesor Emilio Congregado y así como a los asistentes de los congresos donde fue presentado este trabajo.

principios de Siglo y su posterior evolución del sistema de cajas de ahorros en España. El segundo apartado, realiza una revisión de la literatura acerca de las leyes de Zipf y Gibrat para, a continuación —en el apartado tercero—, describir tanto los datos que se van a utilizar como el marco econométrico empleado. El cuarto apartado se reserva para la presentación de los resultados obtenidos que sirven de soporte para las conclusiones y para líneas de investigación futuras, que se presentan en el apartado quinto.

Evolución de las cajas de ahorros

La evolución del sector de cajas de ahorro contrasta entre la década 1990 a 2000 y la primera del Siglo XXI. En el período 1986-1998 en España se produjeron 20 fusiones que afectaron a 47 cajas, dato que difiere con la década 2000-2009 donde únicamente se produjo una fusión. Además se abrieron 6.000 oficinas y contrataron 33.000 empleados aproximadamente. En los años anteriores a la presente crisis el crecimiento económico había permitido que las entidades financieras generaran recursos a un ritmo muy elevado, motivado principalmente por su vinculación con la expansión experimentada por el sector inmobiliario[1]. Así, en el Gráfico 1 se observa cómo el crecimiento de la oferta (medida en activo, créditos y depósitos) toma su valor máximo en 2005-2006 mientras que la capacidad instalada (medida en número de oficinas y trabajadores) toca techo en 2007. Esto pone de manifiesto un retardo en cuanto a capacidad instalada, ya que ésta se ajusta en función del crecimiento de la oferta en el ejercicio anterior. Sin embargo, en 2009 este comportamiento observado en años anteriores se rompe, de tal manera que mientras que la oferta sigue creciendo, la capacidad instalada se reduce. Este marco en el que las cajas de ahorros quedan expuestas a peores condiciones de financiación que sus competidores en el sector vienen motivadas, además de por su propio tamaño, por cuestiones como su propia composición jurídica, no pueden ampliar capital ni acudir a mercados de renta variable[2]. En este contexto, cabría plantearse al menos los siguientes interrogantes:

¿Estábamos ante un ajuste basado en la búsqueda de la eficiencia? ¿Se debió esta reducción de redes comerciales al solapamiento de cajas fusionadas? ¿Se trató de buscar alcanzar mejores posiciones competitivas o recuperar los niveles de liquidez y solvencia anteriores a la crisis? ¿Porqué han desaparecido las cajas de ahorros? o más interesante aún ¿Fue este proceso originado por la caída del margen bruto?

A pesar de que la literatura ya ha abordado algunas de estas cuestiones (véase Gutiérrez-Fernández, 2013), es la búsqueda de respuestas a la última de las cuestiones planteadas el objeto de nuestro estudio, si bien, la crisis económica potenció el desplome del sistema de cajas de ahorros, los problemas ya venían de antes. En el presente trabajo, utilizando las conocidas leyes de Zipf y Gibrat, y haciendo uso de datos de las cajas de ahorros españolas en la última década, hemos tratado de describir cuales fueron los problemas existentes que han motivado en gran medida la desaparición de estas entidades en el sistema financiero español.

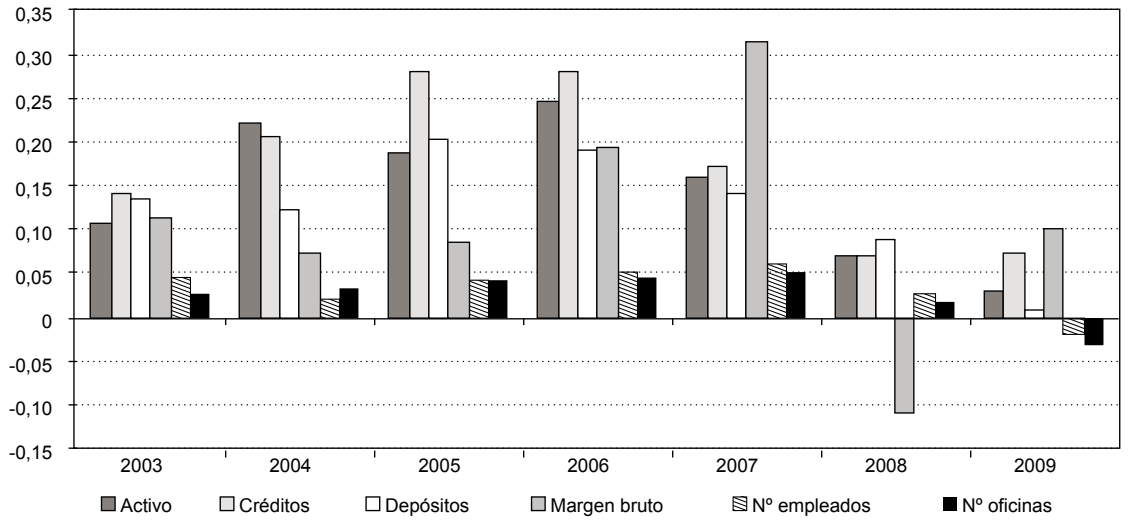
Como bien es sabido, y aplicado al objeto de estudio, la ley de Zipf apuntaría a la existencia de una relación entre el tamaño de una entidad y su posición en el mercado. Así pues, este postulado plantea que

[1] En el año 2009 el saldo de activo referente a construcción, promoción inmobiliaria y compra de vivienda era de 848.000 millones de euros, lo que suponía el 69,3 por 100 del crédito al sector privado. Para los bancos suponía el 53 por 100, datos que justifican la elevada morosidad del sector financiero tras el cambio de ciclo en la construcción.

[2] Cabe mencionar que a través de las emisiones de «cédulas multicedentes» las cajas de ahorros pudieron acceder a los mercados mayoristas de financiación. No obstante, el acceso a los mercados de capitales desapareció a partir de agosto de 2007 y hasta bien entrado 2009 de manera intermitente o continuada para prácticamente todos los emisores. Situación que se repitió tras iniciarse la crisis específica de la zona euro en enero de 2010. Falta de financiación que fue remediada por la provisión de liquidez del BCE a cuya ventanilla acudieron cajas grandes y pequeñas, en buena medida poniendo como garantías las titulizaciones «auto-retenidas» de activos.

GRÁFICO 1

TASAS DE CRECIMIENTO DEL SECTOR
(% tasas de variación)



FUENTE: Elaboración propia a partir de datos de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

la segunda empresa de un mercado sería la mitad en cuanto a tamaño que la primera, la tercera sería un tercio de la primera, la cuarta una cuarta parte, y así sucesivamente. Por su parte, la ley de Gibrat afirmaría que el crecimiento de una entidad es independiente de su tamaño inicial. Estas dos leyes son usadas como referencia a la hora de estudiar la composición del mercado y el posicionamiento de las entidades que componen el mismo. Analizar la existencia de ambas leyes permitiría comprender los desequilibrios generados en la estructura económica-financiera de las cajas de ahorros en España.

La respuesta al resto de cuestiones, aunque de enorme interés, excede del objeto y alcance de este estudio y podría convertirse en líneas futuras de investigación. En cualquier caso parece que la reducción de la red comercial instalada en 2009 en el sector de cajas de ahorros no se debe a ningún proceso de fusión, ya que en ese año no hubo ninguna vinculación entre cajas.

2. Marco teórico

La literatura relacionada con las leyes de Zipf y Gibrat, encuentra su origen en el análisis de la distribución de la renta (Pareto, 1896) y del crecimiento de poblaciones (Gibrat, 1931), siendo tradicionalmente utilizadas para explicar fenómenos tanto sociales como naturales (véase Sutton, 1997).

Aunque las leyes mencionadas se han venido aplicando mayoritariamente en economía urbana, existen algunos trabajos recientes en los que se intenta explicar la composición del mercado financiero a través de estos postulados (véanse, por ejemplo, los trabajos de Alegría y Schaeck, 2008; Janicki y Prescott, 2006; o Russo, 2009a, 2009b, entre otros).

De la distribución de Pareto a la ley Zipf

Es precisamente la distribución estadística de Pareto, también denominada ley potencial, la más utilizada para describir la composición de poblaciones y mercados. Aplicada a nuestro objeto de estudio, si suponemos que la distribución del tamaño de las cajas sigue una distribución de Pareto (o se ajusta a una ley potencial), entonces:

$$R(T) = aT^{-b} \qquad [1]$$

donde *R* es el rango o lugar que ocupa la entidad dentro del conjunto, *T* es el tamaño de la misma y *a* y *b* son parámetros a estimar[3]. Es el valor de *b* el que genera una distribución de los tamaños de las cajas más o menos igualitaria. Cuanto mayor es *b*, más diferencias existen entre las distintas cajas que componen el mercado. Cuando *b* es la unidad obtenemos la conocida regla del rango-tamaño o ley de Zipf. Esta ley, que es una peculiaridad que presenta la distribución de Pareto o ley de potencia, tiene una implicación relevante, ya que si ésta se cumple nos encontramos ante un mercado en el que la segunda empresa en cuanto a tamaño es la mitad de la primera, la tercera tiene una dimensión igual a un tercio de la primera y así sucesivamente.

La posibilidad de expresar en términos lineales la ecuación [1] utilizando una transformación logarítmica permite una sencilla estimación de los parámetros a estudiar. De este modo, si tomamos logaritmos en ambos lados de la igualdad, podemos expresar la ley potencial de Pareto de la siguiente forma:

$$\log(Ri) = \log(a) - b \log(Ti) \qquad [2]$$

Esta especificación del modelo posibilita la estimación por mínimos cuadrados ordinarios (en adelante, OLS) de los parámetros asociados a la ecuación. No obstante, y como se examinará en epígrafes posteriores, las estimaciones realizadas mediante OLS pueden presentar problemas que hacen que los parámetros estimados no sean óptimos (Gabaix e Ibragimov, 2008).

La ley Gibrat

La ley Gibrat se sustenta en que el proceso de crecimiento es independiente del tamaño de la entidad, ciudad o cualquier tipo de ente que se estudie:

$$X_{it} - X_{it-1} = \varepsilon_{it} X_{it-1} \qquad [3]$$

donde X_{it} es el tamaño de la entidad X_i en el momento t y ε_{it} es una variable aleatoria que representa los shocks aleatorios que puede sufrir la tasa de crecimiento, que se distribuyen idéntica e independientemente para todas las observaciones, con $E(\varepsilon_{it}) = 0$ y $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \ \forall\ i, t$.

Gabaix (1999) demuestra cómo la Ley Zipf se deriva de la ley de Gibrat. De este modo, el autor defiende que la existencia de la ley de potencia puede ser debida a un principio simple: la invariancia de escala. Debido a que el proceso de crecimiento es el mismo en todas las escalas, el proceso de distribución final debe ser invariante de escala.

Así pues, Gabaix ha convertido la regularidad en la evolución de mercados que cumplen con la ley de Zipf, en una regularidad mucho más fácil de entender y explicar, la ley de Gibrat. En cuanto a las desviaciones de la ley de Zipf, éstas pueden ser entendidas como desviaciones de la ley de crecimiento proporcional (Ioannides y Overman, 2003). Además, en Córdoba (2008) se muestra como la ley de Gibrat es una condición necesaria para la ley de Zipf.

3. Datos, marco empírico y resultados

Datos

Las variables utilizadas para medir el tamaño han sido extraídas del anuario publicado por la Confederación Española de Cajas de Ahorros desde 2002 a

[3] Denominándose *bexponente de Pareto,* que por construcción es siempre positivo.

CUADRO 1

RESUMEN DE LAS VARIABLES

Variable	Descripción
Activo	Volumen de activo (miles de euros)
Créditos	Créditos concedidos a la clientela (miles de euros)
Depósitos	Depósitos de la clientela (miles de euros)
Oficinas	Número de oficinas
Empleados	Número de empleados
Margen bruto	Valor añadido generado por la actividad principal (miles de euros)

FUENTE: Elaboración propia.

2009. Concretamente, se han utilizado seis variables que cuantifican el pasivo y activo, la capacidad instalada medida en red comercial y el volumen de negocios.

Estas variables pretenden definir la estructura económica-financiera de la actividad tradicional de las cajas, así como su volumen de negocios. En definitiva, se trata de representar cuántos recursos ha captado la entidad, y posteriormente comprender cómo se han aplicado esos recursos a través de los préstamos a sus clientes. Adicionalmente, el análisis incluye la composición de la red comercial para así identificar si los recursos de los que disponen las entidades se corresponden con la red comercial instalada.

En relación a la estructura de activo de las entidades financieras, se mide el valor del activo de la entidad y los créditos que conceden a sus clientes.

Por el lado del pasivo se incluyen los recursos captados en el mercado, es decir, el dinero que sus clientes depositan en las cuentas independientemente de tratarse de cuentas corrientes, de ahorro o con vencimientos futuros. De modo que no son más que aquellos fondos depositados directamente por la clientela, de los cuales las cajas pueden disponer para la realización de sus operaciones de activo.

En cuanto al volumen de negocios, se ha utilizado el margen bruto como variable explicativa de éste, pretendiendo aislar del análisis el efecto de aquellas operaciones no relacionadas con la actividad principal de las cajas.

Las variables que miden la red comercial instalada son el número de oficinas y de empleados, ya que permiten entender la dimensiónde la entidad. El Cuadro 1 resume las variables de análisis[4].

Marco de estimación y resultados.

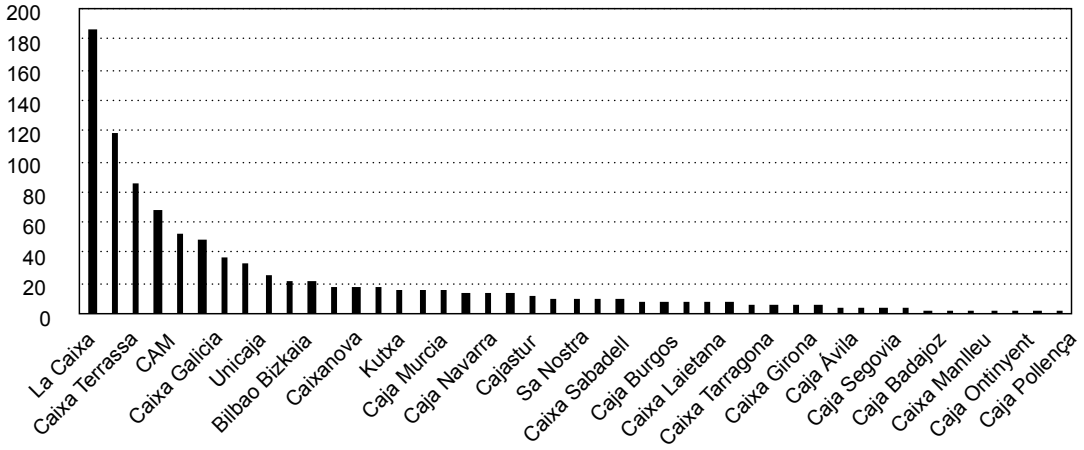
Para la modelización econométrica del fenómeno que se quiere explicar se va a tomar como punto de partida todas las cajas de ahorros ordenadas de forma decreciente, de acuerdo al tamaño de cada una de las variables analizadas, es decir, en función al volumen de activo, créditos, depósitos, oficinas, empleados y margen bruto:

$$T_{(1)} \geq T_{(2)} \geq T_{(3)} \geq \ldots \geq T_{(r)} \geq \ldots T_{(n-1)} \geq T_{(n)} \qquad [4]$$

[4] En el Anexo se muestran los estadísticos descriptivos de cada una de estas variables.

GRÁFICO 2

VOLUMEN DE CRÉDITOS 2009
(Millones de euros)



FUENTE: Elaboración propia. Datos de la Confederación Española de Cajas de Ahorro.

de este modo: $T_{(1)}$ es la caja de mayor tamaño y $T_{(n)}$ es la de menor magnitud. Luego r simboliza el *ranking* o posición correspondiente de la caja dentro del conjunto de la muestra (véase que el rango de cada entidad será distinto en función de la variable o el año estudiado).

Como se ha expuesto en líneas anteriores, la ley Zipf es formulada a partir de la ley de potencia o distribución de Pareto que se muestra en [1]. En concreto, la primera se cumple en el caso en el que el *coeficiente de Pareto* tome un valor igual a 1. De esta manera, si se sustituye en [1] el postulado de la ley Zipf, es decir $b=1$, se obtiene lo siguiente:

$$r\,T_{(r)} = a \qquad [5]$$

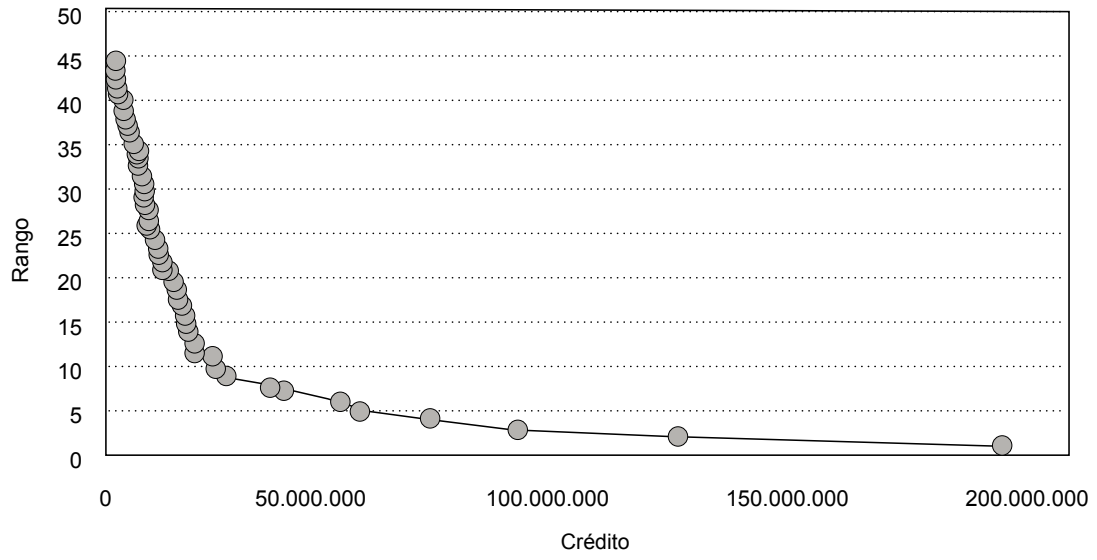
Es decir, dados r y $T_{(r)}$ el producto de de ambas magnitudes debe ser constante o debe aproximarse a un valor constante para todo r. Para el caso de la caja de mayor tamaño ($r = 1$) se logra llegar a $T_{(1)} = a$, por lo que a representa el tamaño de la caja más grande del mercado. Una representación gráfica de [5] enfrentando r y $T_{(r)}$ mostrará la forma de una hipérbola rectangular (Goerlich y Mas, 2008). Los Gráficos 2 y 3 muestran el volumen de créditos en 2009 y la relación del rango y el volumen de crédito de las cajas, respectivamente[5].

Para realizar una aproximación gráfica del cumplimiento de la ley Zipf planteada en [5] por parte del mercado compuesto por las cajas de ahorros españolas se han utilizado los créditos que poseían en 2009 cada una de las 43 cajas que componían el mismo. De esta forma, los Gráficos 2 y 3 muestran una hipérbola rectangular que, a *priori*, da indicios del cumplimiento de la relación mostrada en la ecuación [5], por parte del conjunto de cajas de ahorros.

[5] Los gráficos correspondientes al resto de variables y años están disponibles bajo petición.

GRÁFICO 3

RELACIÓN RANGO-TAMAÑO, 2009
(Miles de euros)



FUENTE: Elaboración propia. Datos de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

La modelización más utilizada por la literatura para contrastar si un conjunto de observaciones se distribuye o no de acuerdo con la mencionada ley Zipf consiste en plantear una versión lineal de la ley potencial de Pareto[6]:

$$log\ r = \beta_1 + \beta_2\ log\ T_{(r)} + \varepsilon_{(r)} \qquad [6]$$

para, posteriormente, estimar los parámetros mediante OLS y estudiar si es posible o no rechazar H_0: $\beta_2 = -1$.

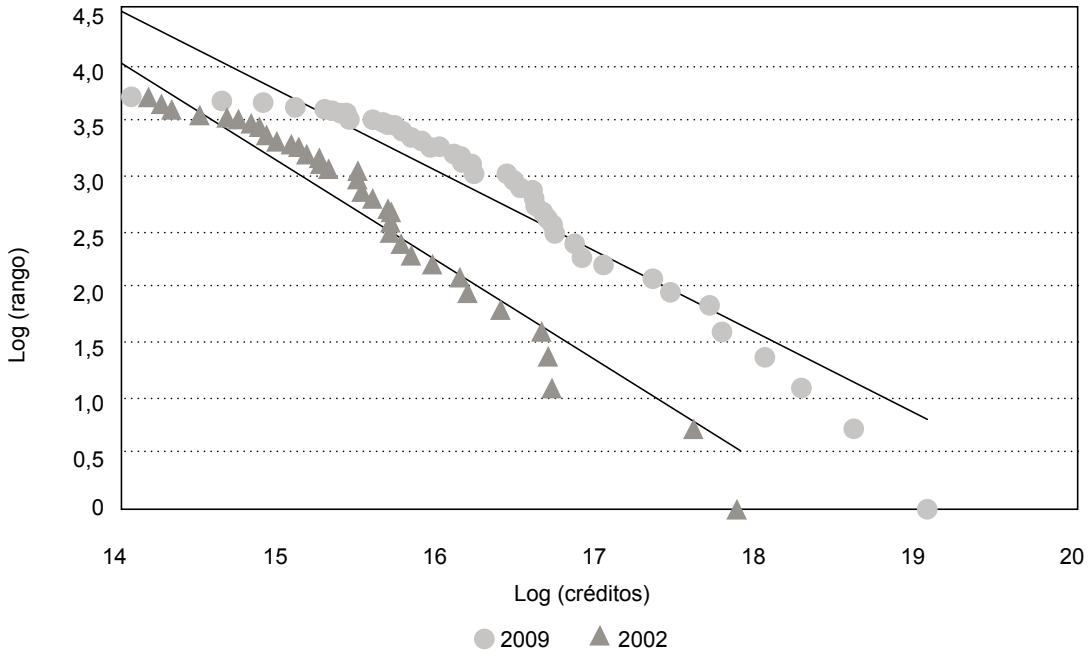
Así pues, son múltiples los estudios empíricos que utilizan el procedimiento mencionado (véanse, por ejemplo, Eeckhout, 2004; Ioannides y Overman, 2003; Lanaspa *et al.*, 2004; Rose, 2006; Soo, 2005; González-Val y Navarro 2010; Goerlich y Mas, 2008 y Janicki y Prescott, 2006). En el caso en el que se produzcan desviaciones del exponente de Pareto (β_2) en torno a 1, éstas serán interpretadas como desviaciones de la ley Zipf[7]. En el caso en el que (β_2) tome un valor constante a lo largo del tiempo y éste sea distinto de -1, la distribución mostrada en [2] debería ser reformulada como $r\ T^{b}_{(r)} = a$. Esta última situación supondría que, aunque el mercado no cumple con el postulado de la ley Zipf, se distribuye de acuerdo con la distribución de Pareto. Además, según Rosen y Resnick (1980) y Fan y Casetti (1994), se puede

[6] Véase SMITH (1990), SOO (2005), LANASPA *et al.* (2004) y GOERLICH y MAS (2008) entre otros.

[7] En consecuencia, una evolución a la alza del exponente de Pareto (β_2), en términos absolutos, pone de manifiesto que las diferencias entre las distintas cajas de ahorros cada vez son menores y, por el contrario, una evolución a la baja del citado parámetro muestra un desarrollo disperso del mercado (CLEMENTE *et al.*, 2010).

GRÁFICO 4

RELACIÓN LOG RANGO-LOG TAMAÑO (2002, 2009)



FUENTE: Elaboración propia. Datos de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

dar una situación en la que el exponente de Pareto *(β_2)* sea una función de $T_{(r)}$, en cuyo caso [6] estaría especificada de forma incorrecta.

La representación gráfica de [6] en el caso de que se cumpla la ley Zipf debe ajustarse a una recta con pendiente igual a -1. Además, el hecho de que Gibrat sea una condición necesaria para el cumplimiento de Zipf (véase Córdoba, 2008 y Gabaix, 1999) hace que esa recta deba desplazarse de forma paralela a lo largo del tiempo.

En el Gráfico 4 se observan dos aspectos relevantes: el primero de ellos es la linealidad que presenta la relación log(rango)-log(créditos) y el segundo es el desplazamiento paralelo producido en el período estudiado (2002-2009). Esta herramienta gráfica proporciona un acercamiento importante hacia el cumplimiento de la ley Zipf (véase De Vries, 1984 y Smith, 1990), no obstante, la evolución econométrica producida en los últimos años ha hecho que se presente indispensable la contrastación estadística de esta evidencia gráfica.

En este sentido, para contrastar estadísticamente el cumplimiento de la Ley Zipf basta con estimar los parámetros de [6] mediante OLS y testar que $H_0 : \beta_2 = -1$. Sin embargo, en Gabaix e Ibragimov (2007) se evidencian los sesgos que presentan las estimaciones OLS de los parámetros a analizar. De modo que los autores demuestran cómo el desplazamiento de r en una cuantía igual a ½ en [6] resulta óptimo de cara a minimizar los sesgos que presenta OLS en muestras pequeñas. De este modo y siguiendo la especificación

CUADRO 2

RESULTADOS DE LAS ESTIMACIONES DE LA ECUACIÓN [7]

	Estimaciones de la ecuación rango-tamaño							
Orden según	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Activos	0,847	0,842	0,845	0,806	0,832	0,808	0,809	0,814
$-\beta_2$	(0,181)	(0,180)	(0,180)	(0,172)	(0,177)	(0,174)	(0,174)	(0,176)
Estadístico t de la ley de Zipf	*0,845*	*0,878*	*0,861*	*1,128*	*0,949*	*1,103*	*1,098*	*1,057*
Créditos	0,875	0,883	0,870	0,851	0,833	0,811	0,813	0,814
$-\beta_2$	(0,187)	(0,188)	(0,185)	(0,181)	(0,178)	(0,175)	(0,175)	(0,176)
Estadístico t de la ley de Zipf	*0,668*	*0,622*	*0,703*	*0,823*	*0,938*	*1,080*	*1,069*	*1,284*
Depósitos	0,878	0,885	0,899	0,905	0,897	0,876	0,872	0,886
$-\beta_2$	(0,187)	(0,189)	(0,192)	(0,193)	(0,191)	(0,189)	(0,188)	(0,191)
Estadístico t de la ley de Zipf	*0,652*	*0,608*	*0,526*	*0,492*	*0,539*	*0,656*	*0,681*	*0,597*
Margen bruto	0,885	0,885	0,883	0,866	0,851	0,812	0,842	0,837
$-\beta_2$	(0,189)	(0,189)	(0,188)	(0,185)	(0,181)	(0,174)	(0,180)	(0,138)
Estadístico t de la ley de Zipf	*0,608*	*0,608*	*0,622*	*0,724*	*0,823*	*1,080*	*0,878*	*1,181*
Empleados	0,803	0,963	0,966	0,962	0,964	0,894	0,934	0,941
$-\beta_2$	(0,171)	(0,205)	(0,206)	(0,205)	(0,206)	(0,193)	(0,201)	(0,203)
Estadístico t de la ley de Zipf	*1,152*	*0,180*	*0,165*	*0,185*	*0,175*	*0,549*	*0,328*	*0,291*
Oficinas	1,002	1,013	1,027	1,023	1,026	0,994	0,994	1,005
$-\beta_2$	(0,214)	(0,219)	(0,219)	(0,218)	(0,219)	(0,214)	(0,214)	(0,217)
Estadístico t de la ley de Zipf	*-0,009*	*-0,059*	*-0,123*	*-0,106*	*-0,119*	*0,028*	*0,028*	*-0,009*

NOTA: Errores estándar en paréntesis.
FUENTE: Elaboración propia.

expuesta en Gabaix e Ibragimov (2007), la regresión a estimar es:

$$log\ (r\text{-}½) = \beta_1 + \beta_2\ log\ T_{(r)} + \varepsilon_{(r)} \qquad [7]$$

Cabe destacar que el error estándar asintótico para el exponente de Pareto *(β_2)* asciende a $|\hat{\beta}_2|\sqrt{2/n}$. Por lo que aunque se corrija la heterocedasticidad y la autocorrelación el error estándar que proporcionan los programas de regresión es incorrecto (Goerlichy Mas, 2010). La estimación de β_2, así como el error estándar corregido y el estadístico t de la hipótesis nula de $-\beta_2 = 1$ se ofrece en el Cuadro 2. Como se puede observar, todas las estimaciones se encuentran cercanas a la unidad (en el rango 0,8 y 1). Por otro lado, el estadístico *t* de la ley de Zipf no permite rechazar la hipótesis nula con un amplio margen de confianza para todos los casos, por lo que podemos afirmar, en principio, que se cumple la ley de Zipf para todos los casos y para todos los años.

Uno de los debates más importantes en los trabajos aplicados para testar la ley de Zipf radica en cómo describe esta ley la distribución, más allá de su rechazo. Es decir ¿se distribuye realmente el mercado

CUADRO 3

RESULTADOS DE LAS ESTIMACIONES DE [8]

Estimaciones de la ecuación rango-tamaño Rosen y Resnick

Orden según	Estimación	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Activos	β_3	-0,187	-0,187	-0,167	-0,181	-0,178	-0,182	-0,181	-0,176
	$\left\lvert\sqrt{2n}\,\frac{\hat{\beta}_3}{\hat{\beta}_2^2}\right\rvert$	-2,445	-2,474	-2,194	-2,614*	-2,412	-2,585*	-2,565	-2,463
Créditos	β_3	-0,211	-0,201	-0,198	-0,194	-0,186	-0,188	-0,182	-0,178
	$\left\lvert\sqrt{2n}\,\frac{\hat{\beta}_3}{\hat{\beta}_2^2}\right\rvert$	-2,585*	-2,418	-2,454	-2,513	-2,515	-2,651*	-2,554	-2,491
Depósitos	β_3	-0,228	-0,221	-0,228	-0,230	-0,228	-0,230	-0,229	-0,227
	$\left\lvert\sqrt{2n}\,\frac{\hat{\beta}_3}{\hat{\beta}_2^2}\right\rvert$	-2,775*	-2,647*	-2,646*	-2,634*	-2,658*	-2,780*	-2,793*	-2,682*
Margen bruto	β_3	-0,215	-0,212	-0,202	-0,199	-0,198	-0,142	-0,189	-0,178
	$\left\lvert\sqrt{2n}\,\frac{\hat{\beta}_3}{\hat{\beta}_2^2}\right\rvert$	-2,575	-2,539	-2,430	-2,489	-2,565	-1,997	-2,472	-2,356
Empleados	β_3	-0,221	-0,223	-0,225	-0,231	-0,236	-0,242	-0,231	-0,227
	$\left\lvert\sqrt{2n}\,\frac{\hat{\beta}_3}{\hat{\beta}_2^2}\right\rvert$	-3,215	-2,256	-2,262	-2,342	-2,382	-2,808*	-2,456	-2,377
Oficinas	β_3	-0,198	-0,198	-0,198	-0,199	-0,202	-0,210	-0,211	-0,210
	$\left\lvert\sqrt{2n}\,\frac{\hat{\beta}_3}{\hat{\beta}_2^2}\right\rvert$	-1,850	-1,810	-1,761	-1,784	-1,800	-1,971	-1,980	-1,928

NOTA: * indica que se puede rechazar la ley potencial.
FUENTE: Elaboración propia.

compuesto por las cajas de ahorros de acuerdo a la ley potencial propuesta por Pareto? Los trabajos de Gabaix (2009 y 2010) establecen que los datos son bien descritos por esta ley potencial, cuando el exponente se encuentra en un rango de entre 0,8 y 1,2. No obstante, la evolución econométrica sufrida en los últimos años hace necesario aplicar un test para contrastar si los datos son descritos por la citada ley o no. La mayoría de los autores utilizan el contraste Kolmogorov-Smirnov para dicha acción, sin embargo, Goerlich y Mas (2010) muestran que añadir un término cuadrático a la ecuación [7] permite examinar desviaciones de la ley de Zipf más allá de un valor concreto del parámetro, es decir, más allá de la ley potencial (Rosen y Resnick, 1980).

Por tanto la ecuación a estimar por MCO quedaría de la siguiente forma:

$$\log (r-½) = \beta_1 + \beta_2 \log T_{(r)} + \beta_3 (\log T_{(r)} - T^*)^2 + \varepsilon_{(r)} \qquad [8]$$

donde:

$$T^* = \frac{Cov[\log T)^2, \log T]}{2.Var(\log T)},$$

y el término cuadrático $(\log T_{(r)} - T^*)^2$ mide las desviaciones respecto a la ley potencial; por otro lado, T^* centra el término cuadrático con el objeto de que las estimaciones de [7] y [8] sean iguales.

De esta manera, se rechaza la ley potencial si y sólo si

$$\left\lvert \sqrt{2n}\,\frac{\hat{\beta}_3}{\hat{\beta}_2^2} \right\rvert > Z\alpha/_2$$

donde $Z_{\alpha/2}$ es el valor crítico de una normal estándar para un nivel de significación α. El Cuadro 3 muestra las estimaciones obtenidas mediante el planteamiento

de la ecuación [8] así como el estadístico de contraste mencionado[8].

El Cuadro 3 muestra como en la mayoría de los casos no encontramos ninguna evidencia estadística en contra del cumplimiento de la ley de Zipf. Esto es relevante en la medida que permite admitir los resultados obtenidos en el Cuadro 2, pues en el caso en el que la composición del mercado de cajas de ahorros no se aproximara a la ley potencial, de nada serviría contrastar si el *exponente de Pareto* se acerca o no a la unidad. El hecho de que existan casos en los que se encuentren o no evidencias empíricas en contra de ley potencial tiene repercusiones importantes.

Estos resultados revelan al menos dos hechos claros: en primer lugar un desequilibrio entre la capacidad instalada (empleados y oficinas) y la estructura económica-financiera (activo, créditos y depósitos); por otro lado, un cambio en el patrón de comportamiento de las variables analizadas a partir del inicio de la crisis actual (2007).

El desequilibrio se debe a que en la práctica totalidad de las estimaciones realizadas en el período objeto de estudio, la capacidad instalada (empleados y oficinas) cumple con la ley Zipf (1949) y, por consiguiente, con Gibrat. Por ello, el crecimiento de la red comercial (empleados y oficinas) de las cajas españolas durante 2002-2009 es independiente del tamaño de cada una de ellas. En otras palabras, las cajas abrieron oficinas y contratado a personal a un ritmo que no iba en consonancia con su posicionamiento en el mercado; esto desencadenó el exceso de capacidad instalada que menciona el Banco de España[9]. Por contra, en cuanto a la estructura económico-financiera, a partir de 2007 se observa un cambio en el patrón de comportamiento de la muestra, si bien antes de 2007 la tasa de crecimiento de activos, créditos y margen bruto era independiente del tamaño de la entidad. Más importante es aún el no cumplimiento de la ley de Zipf para los depósitos en todos los años, es decir, sí ha sido importante el tamaño de las cajas de ahorros a la hora de la captación de depósitos. Este resultado es bastante interesante, dado que el negocio bancario básico radica en la concesión de créditos en función de la captación de depósitos y, por tanto, claramente se describe un desequilibrio importante. Esto supone que el crecimiento de las demás variables (activos, margen bruto y capacidad instalada) no resultó acorde a su pasivo, entendido en términos de fondos de clientes, y sí por otras causas como el acceso al mercado de capitales para financiar operaciones de activo, que posteriormente se convirtieron en activos con un alto riesgo, lo que provocó un grave sobredimensionamiento en la estructura de las cajas de ahorros españolas.

No obstante, a pesar de que anteriormente se ha confirmado la existencia de la ley de Zipf para algunos casos de la distribución de las cajas de ahorros e interpretado sus consecuencias, se va a contrastar la existencia de la ley de Gibrat empleando la metodología utilizada en Janicki y Prescott (2006).

Para contrastar la existencia de dicha ley, estimamos la siguiente ecuación lineal:

$$ln\ (x_{it+1}) = \beta_0 + \beta_1\ ln\ (x_{it}) + \varepsilon_{it} \qquad [9]$$

donde x_{it} es el indicador de tamaño (activos, créditos, depósitos, empleados y oficinas) de la entidad *i* en el momento *t*. En el caso en el que el valor del coeficiente β_1 ascienda a la unidad, el crecimiento sería independiente del tamaño, por lo que se encuentran evidencias del cumplimiento de la ley Gibrat.

El Cuadro 4 muestra los resultados obtenidos de la estimación de la ecuación [9] para el período 2002-2009 mediante OLS[10].

[8] Se ha prescindido de mostrar la estimación de β_2, ya que tanto en [7] como en [8] el valor que toma ésta es idéntico.

[9] Véase informe del Banco de España de 22 de diciembre de 2010.

[10] Para el período 2002-2007 se han agregado los datos referentes Montes de Piedad y Cajas de Ahorros de Huelva y Sevilla y Cajas de Ahorros San Fernando de Sevilla y Jerez; ya que en 2007 se fusionaron dando lugar a las Cajas de Ahorros de San Fernando de Huelva, Jerez y Sevilla – Cajasol.

CUADRO 4

RESULTADOS DE LAS ESTIMACIONES DE [9]
2002 – 2009

Estimaciones de la ley de Gibrat			
	β_0	β_1	R_2
Activos	0,357*** (0,141)	0,986*** (0,009)	0,977
Créditos	0,270* (0,148)	0,992*** (0,009)	0,974
Depósitos	0,321*** (0,090)	0,987*** (0,006)	0,990
Margen bruto	0,275* (0,145)	0,985*** (0,012)	0,961
Empleados	0,386*** (0,089)	0,954*** (0,012)	0,955
Oficinas	0,060*** (0,017)	0,995*** (0,003)	0,998

NOTAS: Se muestra las estimaciones OLS de la ecuación [9] para cada indicador. Entre paréntesis se indican los errores estándar. Una estimación de β_1 cercana a 1 es consistente con la Ley de Gibrat..
FUENTE: Elaboración propia.

Como podemos observar, los resultados avalan los obtenidos anteriormente, confirmándose la ley de Zipf para la primera década del Siglo XXI.

5. Conclusiones

Este trabajo ha tratado de estudiar el porqué de la práctica desaparición del sistema de cajas de ahorros españolas haciendo uso de las leyes de Gibrat y Zipf.

Como ha quedado de manifiesto, el impacto de la crisis financiera ha sido especialmente agudo en el caso de las cajas; a las que su reducida dimensión, composición jurídica, sus peores condiciones de acceso a los mercados de capitales, una sobrecarga de activos inmobiliarios y que algunas de ellas presentaran peores balances que el resto de sus competidoras en el sistema financiero, les ha llevado a un acelerado proceso de fusiones voluntarias y sobrevenidas, con las que estas entidades han tratado de hacer frente al nuevo escenario dibujado por la crisis, finalizando las supervivientes convertidas en banca comercial tradicional.

Estos procesos han sido de carácter diverso: desde fusiones en las que las entidades participantes han intentado mejorar su posición competitiva, gracias al aumento de su escala, aumentando su cuota de mercado, intentando reducir sus ineficiencias, aumentando su solvencia y mejorando sus condiciones de acceso a los mercados de capitales, hasta otras en las que la fusión se ha limitado a uniones meramente formales llevadas a cabo con el único fin de acceder a los fondos públicos puestos a disposición de las entidades financieras para recuperar la liquidez perdida durante la crisis. Todo ello sin olvidar aquéllos en los que algunas cajas de ahorros con adecuadas ratios de solvencia y liquidez han absorbido a otras en las que las deficiencias presentadas

por estos parámetros aconsejaban su intervención inmediata.

En cualquier caso, y sea cuál sea el objetivo de la fusión, este trabajo ha intentado estudiar cuál ha sido el comportamiento de las cajas en la última década antes de las fusiones a partir de la contrastación de dos hipótesis básicas: las llamadas leyes de Zipf y Gibrat.

Nuestros resultados apuntan a que las aperturas de oficinas y la contratación de empleados no fueron acordes con el tamaño de las cajas, es decir, se produjo un sobredimensionamiento comercial.

En segundo lugar, se ha observado una corrección por parte de activo y créditos a partir de 2007; es decir, en el período 2002-2006 el crecimiento de estas variables fue independiente del tamaño de las cajas, sin embargo, a partir del inicio de la crisis se produce un ajuste que hace que el tamaño de cada entidad sea importante a la hora de determinar sus tasas de crecimiento. Es necesario señalar el no cumplimiento de la ley de Zipf para los depósitos. La consecuencia de este incumplimiento supone que las cajas de ahorros sobre dimensionaron su negocio y su capacidad instalada sin tener en cuenta la captación de depósitos ni el tiempo requerido para que las oficinas de nueva apertura pudieran ser rentables. Es decir, el «negocio tradicional bancario» donde los créditos concedidos dependen de los depósitos captados fue abandonado, ya que los primeros fueron entregados con independencia de los depósitos obtenidos, lo que provocó un desequilibrio importante en las cuentas de las cajas de ahorro.

Por último, los resultados apoyan las medidas impuestas por el Banco de España en cuanto a la reducción de la red comercial, obligación de fusiones y nacionalización de algunas cajas, ya que los resultados obtenidos han demostrado cómo el crecimiento del sistema de cajas de ahorros fue totalmente artificial sin una base sostenible, de tal manera que si no se llevan a cabo, el escenario resultante sería equivalente a la situación previa al proceso de fusiones.

Este estudio, no ha abordado los problemas de eficiencia y concentración, tareas éstas que han de formar parte de nuestra agenda de investigación futura, al igual que la extensión del análisis al conjunto del sistema financiero, si como parece aventurarse el proceso de fusiones futuro no se limita a las cajas de ahorros.

Referencias bibliográficas

[1] ALEGRIA, C. y SCHAECK, K., (2008): On Measuring Concentration in Banking Systems, *Finance Research Letters*, vol 5 (1), págs. 59-67.

[2] CLEMENTE, J.; GONZÁLEZ-VAL, R. y OLLOQUI, I. (2010): Zipf's y Gibrat's Laws for Migrations. *MPRA Paper 9731*, University Library of Munich, Germany.

[3] CÓRDOBA, J.C. (2008): On the Distribution of City Sizes, *Journal of Urban Economics*, vol. 63 (1), págs. 177-197.

[4] DE VRIES, J. (1984): *European Urbanization. 1500 – 1800*, Londres, Methuen y Co. Ltd.

[5] EECKHOUT, J. (2004): Gibrat's Law for (All) Cities, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 94(5), págs. 1429-1451.

[6] FAN, C.C. y CASETTI, E. (1994): The Spatial y Temporal Dynamics of US Regional Income Inequality, 1950-1989, *Annals of Regional Science*, vol. 28, págs. 177-196.

[7] GABAIX, X. (1999): Zipf's Law for Cities: An Explanation. *Quaterly Journal of Economics*, vol. 114(3), págs 739-767.

[8] GABAIX, X. (2008): Power Laws, Entry for *the New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd Edition.

[9] GABAIX, X. (2009): Power Laws in Economics and Finance. The Annual Review of Economics. vol. 1, págs. 255-293.

[10] GABAIX, X. y IBRAGIMOV, R. (2007): Rank-1/2: A Simple Way to Improve the OLS Estimation of Tail Exponents, *Journal of Business Economics y Statistics*, vol. 29(1), 2011, págs. 24-39

[11] GABAIX, X. y IBRAGIMOV, R. (2008): A Simple OLS Test of Power Law Behavior, *Documento de Trabajo, Harvard University*.

[12] GIBRAT, R. (1931): ¨Les inégalités économiques. Applications: Aux Inégalités des Richesses, à la Concentration des Entreprises, aux Populations des Villes, aux Statistiques des Familles, etc., d'une loi Nouvelle, la Loi de l'effet Proportionnel¨. *Paris, Libraire du Recueil Sirey*.

[13] GOERLICH, F.J. y MAS, M. (2008): Sobre el tamaño de las ciudades en España. Dos reflexiones y una

regularidad empírica.*Publicado en: Fundación BBVA - Documentos de Trabajo* 06 (2008)

[14] GOERLICH, F.J. y MAS, M. (2010): La distribución empírica del tamaño de las ciudades en España 1900-2001. ¿Quién verifica la ley Zipf?, *Revista de Economía Aplicada* 54 133-159.

[15] GONZÁLEZ-VAL, R. y SANSO-NAVARRO, M. (2010): Gibrat´s lLaw for Countries, *Journal of Population Economics*, Springer, vol. 23 (4), págs. 1371-1389, Septiembre.

[16] GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, M. *et al.* (2013): Las cajas de ahorros espanolas: ¿una pretendida reordenación bajo criterios deracionalidad económica y social? Cuadernos de Economía y Dirección de Empresa. http://dx.doi.org/10.1016/j.cede.2012.12.001

[17] IAONNIDES, Y. M. y OVERMAN, H. G. (2003): Zipf's law For Cities: an Empirical Examination. *Regional Science and Urban Economics* 33, 127-137.

[18] JANICKI, H.P. y PRESCOTT, E.S. (2006): Changes in the Size Distribution of U.S. Banks: 1960-2005. *Economic Quarterly, Federal Reserve Bank of Richmond,* issue Fall, págs 291-316.

[19] LANASPA, L. F., PERDIGUERO, A. M. y SANZ, F. (2004): La distribución del tamaño de las ciudades en España, 1900-1999, *Revista de Economía Aplicada*, ISSN 1133-455X, Vol. 12, Nº 34, 2004, págs. 5-16.

[20] PARETO, V. (1896): Cours d'Economie Politique. Geneva:Droz.

[21] ROSE, A. K. (2006): Cities and Countries, Journal of Money, Credit, and Banking, 38(8), 2225-2246.

[22] ROSEN, K.T. y RESNICK, M. (1980): The Size Distribution of Cities: An Examination of the Pareto lLaw and Primacy, *Journal of Urban Economics*, vol. 8, págs. 165-186.

[23] RUSSO A. (2009a): On the Evolution of the Italian Bank Branch Distribution, *Economics Bulletin*, Vol. 29 (3) págs. 2063-2078.

[24] RUSSO A. (2009b): Branch Banking Dynamics, Collective Behaviour and Overclustering, *Economics Bulletin*, vol. 29(2), págs. 929-944.

[25] SMITH, C.A. (1990): Types of City-size Distributions: A Comparative Analysis, *en A. van der Woude, J. de VRIES y A. HAYAMI (ed.):* Urbanization in History. A Process of Dynamic Interactions, Oxford, Claredon Press, págs. 20-42.

[26] SOO, K. T. (2005): Zipf's Law for Cities: a Cross-country Investigation. Regional Science and Urban Economics, vol (35). Págs. 239-263.

[27] SUTTON, J. (1997): Gibrat's Legacy, *Journal of Economic Literature*, vol. 35 (1), págs. 40-59.

[28] ZIPF, G. (1949): Human Behavior and the Principle of Least Effort, *New York, Addison-Wesley.*

ANEXO

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LOS DATOS UTILIZADOS

	Activos	Créditos	Depósitos	Empleados	Oficinas
2002					
Media	11.174.717	7.324.913	7.932.354	2.394,75	461,3864
V. máximo	95.845.071	57.775.478	61.751.169	21.124	4.553
V. mínimo	546.535	481.505	428.474	125	37
Error estand.	17.392.655	10.507.542	10.823.392	3.531,85	714,3936
2003					
Media	12.357.797	8.365.364	8.989.736	2.502,182	472,9091
V. máximo	109.574.014	71.640.729	73.540.366	21.651	4.655
V. mínimo	469.734	520.882	488.352	228	40
Error estand.	19.498.357	12.613.505	12.743.831	3.580,349	728,8785
2004					
Media	15.080.231	10.088.321	10.086.872	2.553	487,9773
V. máximo	162.326.654	88.530.970	87.134.558	22.113	4.758
V. mínimo	665.065	591.798	578.403	231	40
Error estand.	26.761.509	15.445.233	14.371.624	3.640,341	744,0487
2005					
Media	17.919.056	12.929.138	12.134.278	2.658,864	508,6818
V. máximo	155.794.938	107.866.075	103.231.555	22.759	4.968
V. mínimo	763.199	663.510	665.798	227	43
Error estand.	28.418.508	19.480.229	16.991.815	3.745,528	775,6099
2006					
Media	22.310.638	16.542.164	14.450.964	2.795,909	531,6818
V. máximo	192.493.465	138.128.963	120.422.696	23.674	5.179
V. mínimo	874.696	730.876	760.607	238	48
Error estand.	35.225.075	25.316.175	20.264.029	3.894,122	806,542
2007					
Media	26.495.269	19.836.929	16.884.704	3.029,233	571,4186
V. máximo	225.356.997	162.214.787	135.147.361	24.708	5.470
V. mínimo	914.524	805.303	807.222	244	50
Error estand.	41.479.491	29.972.015	23.246.990	4183,68	859,6651
2008					
Media	28.369.306	21.198.794	18.365.402	3.108	580,5814
V. máximo	242.189.135	183.768.336	149.536.844	26.032	5.520
V. mínimo	980.068	859.160	847.012	256	52
Error estand.	45.001.071	33.223.634	25.679.645	4.379,633	870,5549
2009					
Media	29.239.110	22.776.380	18.516.600	3.049,186	562,1860
V. máximo	252.759.471	186.715.301	148.419.090	25.689	5.318
V. mínimo	980.963	820.196	86.747	239	51
Error estand.	47.218.109	34.837.120	25.841.939	4.323,236	841,6518

FUENTE: Elaboración propia.

ICE
INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

EL SECTOR EXTERIOR 2013

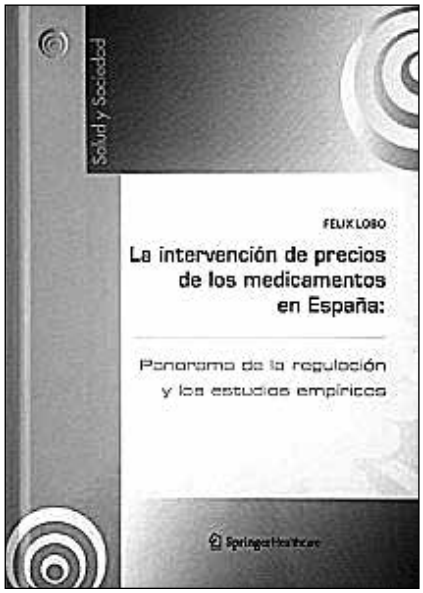
Número monográfico del Boletín de Información Comercial Española dedicado al sector exterior. La Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía y Competitividad hace un año más la recopilación y análisis de los datos fundamentales de comercio e inversiones a nivel mundial y en su referencia concreta a España. En 2013 la economía mundial comenzó a mostrar algunos signos de moderado avance, si bien de forma desigual, tras cinco años desde el inicio de la crisis más importante de las últimas décadas. Las perspectivas de crecimiento fueron revisadas al alza, pero algunas incertidumbres y vulnerabilidades hacen todavía frágil la recuperación.

www.revistasice.com
Librería virtual, suscripción y venta: www.mineco.gob.es
Pº de la Castellana, 162
28046 Madrid.
Telf. 91 583.55.07
Correo electrónico: DistribucionPublicaciones@mineco.es

RESEÑA

LA INTERVENCIÓN DE PRECIOS DE LOS MEDICAMENTOS EN ESPAÑA. PANORAMA DE LA REGULACIÓN Y LOS ESTUDIOS EMPÍRICOS

Félix Lobo
Springer Healthcare,
Madrid 2013, 159 páginas



La intervención de precios de los medicamentos en España se realiza desde hace décadas y es un asunto no exento de tensión entre la industria farmacéutica y los organismos del Estado ocupados por la mejor prestación sanitaria posible, el control del gasto público, la promoción de la investigación en salud y el desarrollo de un sector industrial capaz de dar respuesta a las necesidades de la sociedad.

Con todo ello, este es un libro que aspira a proporcionar un panorama de la regulación económica y de los estudios empíricos sobre los precios de los medicamentos en este país, partiendo —desde la óptica de un economista— de las complejas cuestiones implicadas y de la existencia de un consenso prevaleciente en amplias corrientes de la economía en favor de un equilibrio entre el logro de unos mercados eficientes y la garantía de un Estado del bienestar que aporte elevadas dosis de equidad o justicia distributiva. El libro es de especial relevancia para los estudiosos del sector farmacéutico y sanitario, para sus profesionales y público interesado en debatir sobre las complejas cuestiones relacionadas con los medicamentos en sus diversos matices, como por ejemplo su innovación y sus implicaciones en el sistema sanitario y la prestación farmacéutica de nuestro país.

La intervención de los precios de los medicamentos por el Estado pretende garantizar el acceso a los mismos por parte de la población manteniendo el control del gasto público sanitario, pero auspiciando el desarrollo de la innovación y el progreso técnico en el largo plazo y respetando la evolución de un sector industrial estratégico para la población, de altísimo valor añadido y generador de renta, con grandes expectativas de crecimiento, empleo de calidad y exportaciones, que invierte fuertemente en mantener el monopolio de patentes, provocando con ello altos precios y beneficios a la vez que se desarrolla un fuerte gasto para incentivar la innovación a largo plazo

Con estas premisas, el libro repasa distintos aspectos de nuestro sistema sanitario y prestación farmacéutica y de las políticas de promoción de la competencia y de contención de costes en el sector. Analiza en detalle la intervención de precios industriales, la evolución legislativa, la organización administrativa y sus limitaciones, los distintos regímenes de precios, las compras públicas centralizadas, las alzas, rebajas y descuentos que se han regulado, así como los márgenes comerciales y sus problemas. Realiza un repaso de las propuestas de reforma avanzadas por instituciones e investigadores independientes y por último se formulan algunas recomendaciones: refuerzo de los órganos administrativos competentes; limitación del ámbito de la intervención de precios y potenciación de políticas de promoción de la competencia (información para los consumidores, genéricos, compras públicas competitivas) y políticas de demanda; transparencia, previsibilidad y objetividad en todos los procesos; y estudio detenido de posibles reformas por una comisión de expertos, entre otras de un sistema de precios para productos innovadores basados en el valor terapéutico y fórmulas de pago por resultados

con traslación del riesgo y puesta en práctica de las mismas.

No es casualidad que el Programa Marco de Investigación e Innovación de la Unión Europea, Horizonte 2020, y el Plan Estatal de Investigación Científica y Técnica y de Innovación incluyan la salud como primer reto de la sociedad sobre el que intensificar la investigación de excelencia y la innovación, maximizando todos los recursos existentes a disposición de los agentes del sistema, tanto a nivel nacional como europeo.

El mercado mundial de la industria farmacéutica se estima en 1 billón de euros en 2014, pudiendo alcanzar 1,17 billones de euros en 2017, siendo el volumen de producción europea aproximadamente 220.000 millones de euros en 2012 (2.206 millones de euros en España) y empleando a 800.000 trabajadores de forma directa. Los cambios demográficos, la aparición de nuevas enfermedades y amenazas, la tensión en el gasto público sanitario y la aparición de nuevos competidores en economías emergentes son factores que están marcando el futuro del sector farmacéutico, pero sobre la base de unas expectativas de crecimiento. Por todo ello, la industria europea debe seguir apostando por la I+D+i como principal palanca para su progreso y competitividad y en España disponemos del apropiado ecosistema para que esta I+D+i se realice en una parte importante aquí.

Decía el poeta Ramón de Campoamor que «es quedarse atrás no ir adelante», y en España contamos con el talento, la base de conocimiento de excelencia, la infraestructura y las condiciones adecuadas para que la industria de este sector no se quede atrás, para que progrese y participe decididamente en ese renacimiento de la innovación, necesario para aumentar el bienestar, pero hay que hacerlo sin obviar el debate sobre el equilibrio social y la equidad y el control del gasto público sanitario.

Marisa Poncela García
Secretaría General de Ciencia, Tecnología e Innovación. Ministerio de Economía y Competitividad

ICE

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA *Secretaría de Estado de Comercio*

BUSINESS FINANCING

CONTENTS

Foreword 3
Íñigo Fernández de Mesa

Introduction 7
Jorge Dajani González and Antonio Ortiz Fernández

Recent trends in banking financing for Spanish companies 11
Rafael Doménech Vilariño, Santiago Fernández de Lis Alonso and Macarena Ruesta Baselga

Financing of Spanish companies by capital markets 29
Jaime Carvajal Hoyos and Ignacio de la Torre Muñoz de Morales

The new Spanish regulatory framework for business financing 41
Rosa Sánchez-Yebra Alonso

The European push for SME financing 51
Daniel Calleja Crespo

Public banking during the Great Recession: the case of the Official Credit Institute in Spain 65
Román Escolano Olivares

Public funding for Spanish SME internationalisation and innovation 75
María Luisa Poncela García and Antonio Fernández-Martos Montero

Market-based financing alternatives for businesses 87
Antonio J. Zoido Martínez

Venture capital as a method of business financing 101
Carlos Lavilla Rubira

Evolution and analysis of SME financing in Spain 113
Joaquín López Pascual

ECONOMIC FORUM

Structural modelling of social responsibility orientation in cooperatives and its impact on results 125
Dolores Gallardo, M. Isabel Sánchez and Francisca Castilla

Towards a new model of management of older workers 143
Emilio Álvarez Suescun and Pilar Quevedo Cano

The rise and fall of the system of Spanish Cajas de Ahorros [savings banks] 157
Juan M. Martín, Antonio A. Golpe, Jesús Iglesias and Mónica Carmona

BOOKS
Critical notes 173

CONTENTS
Contents, abstracts 175

Coordinators: Jorge Dajani González and Antonio Ortiz Fernández

ÁLVAREZ SUESCUN, Emilio and QUEVEDO CANO, Pilar

Towards a new model of management of older workers

Abstract: In addition to the loss of know-how due to unemployment of older workers as a consequence of the crisis, in forthcoming decades companies will have to face the challenges and opportunities generating demand and an increasingly aged employment market. Although most companies are already aware of this phenomenon, very few have started to take this into account in their decisions. In this article, we defend the view that companies must develop a new model of management of more experienced employees (AGE) if they want to continue attracting and retaining these employees and making them a strategic asset. This new management model goes beyond implementing a set of human resources policies, and must adopt a holistic, long-term and flexible approach.

Key words: older employees, age management, ageing, management of diversity.

JEL classification: M100, M120.

CALLEJA CRESPO, Daniel

The European push for SME financing

Abstract: Access to financing is currently a foremost concern for SMEs. The economic crisis has led to a sharp credit crunch. Europe is slowly moving out of the crisis. However, recovery is still very fragile. Looking beyond growth policies to accompany recovery, the European Union has additionally placed business competitiveness at the core of its policy-making. SMEs are crucial as these make up 99.8 per cent of companies in the European Union. We need a dynamic policy for their development and to ensure that they continue to be drivers of economic growth. This is why the European Commission has proposed a range of measures to allow access to financing for SMEs, as well as regulatory measures and information actions specifically addressed to SMEs.

Key words: financing, SMEs, European funds, financial instruments, access to credit, regulation, information.

JEL classification: F33, G3, G14.

CARVAJAL HOYOS, Jaime and DE LA TORRE MUÑOZ DE MORALES, Ignacio

Financing of Spanish companies by capital markets

Abstract: The Spanish business system is noted for its scarce use of capital markets, mostly relying on bank-based funding. The credit crisis has exposed the vulnerability of economies traditionally funded by banks, in respect of those that have learned to diversify their sources of financing. This study conducts an analysis of the structure of Spanish corporate financing, and offers an explanation of the role of capital markets in such financing, pointing out the advantages for the Spanish economy of an increased use of capital markets as a source of financing of Spanish businesses, especially small and medium-sized enterprises.

Key words: financing sources, financial institutions, capital markets, SMEs, economic development.

JEL classification: D53, G32.

DOMÉNECH VILARIÑO, Rafael; FERNÁNDEZ DE LIS ALONSO, Santiago and RUESTA BASELGA, Macarena

Recent trends in banking financing for Spanish companies

Abstract: This article analyses recent trends in banking financing for Spanish companies before, during and on the way out of the crisis. Economic recovery in Spain requires a deleveraging process which is not compatible with growing flows of new credit to profitable activities. The dual nature of the productive system, a banking system bolstered following successive restructuring measures and the policies of the European Central Bank are hopeful signs that the recovery will not be quashed by credit restrictions. Despite significant progress over the past quarters, there is a significant room for improvement and diversification of sources of business financing, through the continuous assessment and constant redesign of all measures to improve existing instruments and develop new ones.

Key words: credit, companies, banking system.

JEL classification: G21.

ESCOLANO OLIVARES, Román

Public banking during the Great Recession: the Case of the Official Credit Institute in Spain

Abstract: From 2007 to 2013, the Instituto de Credit Oficial [Official Credit Institute] (ICO) granted loans amounting to over 130,000 million euros, 70 per cent of which were devoted to financing the businesses of Spanish SMEs through Mediation Lines. As a consequence, the balance sheet of ICO surpassed 100,000 million euros at the end of 2013. The counter-cyclic nature of ICO has become even more apparent in the last two years, given that the Institute also played a primary role in the design, creation and management of the Fund for Supplier Payment Financing (FFPP), and launched FOND-ICO Global for the revitalisation of the venture capital market in Spain. However, the increases experienced by ICO, both on its balance sheet and in the total volume of activities managed during the Great Recession, have not in the least involved an impairment of its main financial ratios. In this regard, three principles have guided the actions of ICO in its role of national development bank of Spain: subsidiarity, complementarity and prudence in risk management.

Key words: banking, financial institutions, Instituto de Crédito Oficial, Spain.

JEL classification: G14, G21.

GALLARDO VÁZQUEZ, Dolores; SÁNCHEZ HERNÁNDEZ, M. Isabel and CASTILLA POLO, Francisca

Structural modelling of social responsibility orientation in cooperatives and its impact on results

Social responsibility orientation, as an extension of the concept of market orientation, considers all agents described in the Stakeholder Theory. This article sets out a conceptual model of causal relationships between social responsibility orientation in cooperatives (COOPSRO) and other strategic variables such as the satisfaction of partners, innovation, quality and results. The empirical validation of the model and its implementation will assist cooperative partners and managers in understanding why they should pay attention to social responsibility of businesses and what they can expect from efforts made to enhance social, economic and environmental performance from a sustainable viewpoint.

Key words: social responsibility, cooperatives, social responsibility orientation.

JEL classification: M14, Q13.

LAVILLA RUBIRA, Carlos

Venture capital as a method of business financing

Abstract: The Spanish venture capital sector currently encompasses around 200 companies. Throughout its history spanning at least 28 years, this industry has invested more than 38,000 million euros in 6,500 companies; at the end of 2013, the portfolio of the sector's investee companies comprised more than 2,305 companies. Venture capital investment is mostly used to fund the birth and expansion of the companies in which it invests (this is the case in 90 per cent of the 2,305 companies mentioned) and mostly focuses on SMEs: 56 per cent of the 2,305 companies had less than 20 employees, and 85 per cent had less than 200 when the investment was made.

Key words: venture capital, SMEs, non-banking financing, equity, employment, development, competitiveness.

JEL classification: G32, L53.

LÓPEZ PASCUAL, Joaquín

Evolution and analysis of SME financing in Spain

Abstract: This article analyses the evolution of the financing of small and medium-sized enterprises, paying special attention to traditional financing and other sources of alternative financing to be fostered and considered by companies. The importance of small and medium-sized enterprises as a driver of growth and employment makes them a key element in economic growth policies. This study analyses the economic context as a determining factor of their financing, chiefly the intensity of the crisis emerging with particular force from 2008 onwards, which modified the financing structures of companies and made their access to financing more complex. Various sources of financing are discussed, with a focus on bank lending, as most of the financing of these businesses comes from financial entities. Other sources of financing are also discussed in a special section on sources that have still not reached a significant weight but could become a supplementary alternative to other more traditional sources used by our business fabric (i.e., business angels, crowdfunding, etc.), allowing SMEs to access different financing alternatives with a greater future projection - sources that are being implemented with the relevant regulatory developments on a national and a European level.

Key words: financing, financial market, Spain.

JEL classification: E42, G21, G28, L53.

MARTÍN ÁLVAREZ, Juan Manuel; GOLPE MOTE, Antonio A. ;
IGLESIAS GARRIDO, Jesús and CARMONA ARANGO, Mónica

The rise and fall of the system of Spanish Cajas de Ahorros [savings banks]

Abstract: In the last five years the Spanish Cajas de Ahorros [savings banks] system has gone from making up 50 per cent of the financial system to virtually disappearing. In this article we analyse the reasons for this apparent initial success and what causes led to this final decline. Using the laws of Zipf and Gibrat, we prove how the growth of the retail network and loan granting increased irrespective of the size of the financial entities, and how this motivated an overgrowth of most Spanish savings banks, which brought their subsequent downfall.

Key words: Zipf's law, financial economy, Gibrat's law.

JEL classification: C16, G00.

PONCELA GARCÍA, María Luisa and FERNÁNDEZ-MARTOS MONTERO, Antonio

Public funding for Spanish SME internationalisation and innovation

Abstract: We are living in a globalised world where practically any business development strategies, from the early stages, should lean on the foreign sector as a driver of growth, stability and employment creation. Innovation is integrated as a core factor of the diversification strategy and export development of businesses. Integrated support relies on mutually-entwined innovation, competitiveness and international development policies, and these policies offer stimuli, incentives and financial aid for each and every one of the stages which businesses need to overcome on their road to internationalisation.

Key words: *public funding, technology innovation, businesses, internationalisation.*

JEL classification: *F3, F5, G28.*

SÁNCHEZ-YEBRA ALONSO, Rosa

The new Spanish regulatory framework for business financing

Abstract: Following the restructuring of the banking sector, the new financial framework is now the subject of significant reforms with a twofold goal: on the one hand, introducing a solid framework in terms of pre-bankruptcy and bankruptcy, invigorating the resolution of potential insolvency situations and allowing the deleveraging of over-indebted but viable companies; and, on the other hand, bolstering the sources of direct corporate financing, reducing the traditional dependency of Spanish companies on bank lending.

Key words: financial market, rules, laws, Spain.

JEL classification: H3, H5, K2.

ZOIDO MARTÍNEZ, Antonio J.

Market-based financing alternatives for businesses

Abstract: The breakaway from the excessive weight of banking financing in companies and the need for a more harmonious general finance balance sheet will lead to new substitution methods, a greater weight of capital and less relevance of debt, and the use of other assets to support the various captions on company balance sheets. The emergence of MAB and MARF or other alternative instruments in other countries are clearly early signs of the emergence of new mechanisms and market-based financing methods, which need to be boosted and which are an answer to the existing need to extend the channels through which small and medium-sized enterprises with attractive growth projects can obtain financial resources.

Key words: financing, financial instruments, financial markets.

JEL classification: G15, G31.

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA. REVISTA DE ECONOMÍA (ICE)

SUSCRIPCIÓN ANUAL

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA. REVISTA DE ECONOMÍA (6 NÚMEROS/AÑO)			
	ESPAÑA 1 año	**UNIÓN EUROPEA 1 año**	**RESTO DEL MUNDO 1 año**
SUSCRIPCIÓN	75,00 €	90,00 €	90,00 €
Gastos de envío España	7,08 €	30,12 €	48,30 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	3,28 €		
TOTAL	**85,36 €**	**120,12 €**	**138,30 €**

EJEMPLARES SUELTOS

INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA			
	ESPAÑA 1 ejemplar	**UNIÓN EUROPEA 1 ejemplar**	**RESTO DEL MUNDO 1 ejemplar**
NÚMERO SUELTO	15,00 €	20,00 €	20,00 €
Gastos de envío España	1,18 €	5,02 €	8,05 €
Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla	0,65 €		
TOTAL	**16,83 €**	**25,02 €**	**28,05 €**

DATOS

Nombre y apellidos .....
Empresa .....
Domicilio .....
D.P. ..... Población .....
N.I.F. .....
Teléf. ..... Fax .....
E-mail .....

Transferencia a la cuenta de ingresos por venta de publicaciones del Ministerio de Economía y Competitividad
IBERCAJA. Callé Alcalá, 29. 28014 Madrid (España)
CÓDIGO CUENTA CLIENTE: 2085-9252-07-0330598330
CÓDIGO BIC DE IBERCAJA: CAZRES2Z
IBAN: ES47 2085-9252-07-0330598330

GOBIERNO DE ESPAÑA
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD
SUBSECRETARÍA
SECRETARÍA GENERAL TÉCNICA
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS, INFORMACIÓN Y PUBLICACIONES

Suscripciones y ventas por correspondencia:
Paseo de la Castellana, 162, 8.ª planta. 28046 Madrid. Teléfono 91 583 55 07/06

Suscripciones a través de la página web del Ministerio de Economía y Competitividad
distribuciónpublicaciones@mineco.es

NORMAS PARA EL ENVÍO DE ORIGINALES

1. Los artículos enviados para su publicación en ***Información Comercial Española. Revista de Economía*** deberán contener *material original* no publicado ni presentado para su publicación en otro medio de difusión.

2. Las contribuciones se enviarán en formato Microsoft Word a la dirección de correo electrónico: revistasice.sscc@comercio.mineco.es. Todos los trabajos recibidos serán sometidos, para su aceptación, a *evaluación externa anónima.*

3. En la primera página se hará constar el nombre y dos apellidos, la fecha de conclusión del trabajo, así como la filiación institucional del autor y la forma en que desea que aparezcan sus datos.

4. La extensión del trabajo no deberá superar los 25 folios DIN A-4, incluidos cuadros, gráficos, notas y bibliografía. Los trabajos se escribirán a doble espacio en letra de tamaño 12. Las páginas irán numeradas correlativamente.

5. Todos los artículos deberán incluir un resumen del contenido, de no más de 100 palabras, en el que se reflejen los elementos más importantes tratados en él. Se acompañarán de varias palabras clave y de la notación relativa a la clasificación por material del *Journal of Economic Literature (JEL),* para facilitar su inclusión y posterior recuperación en la *Base de Datos del ICE (BDICE).* La clasificación JEL puede consultarse en *www.revistasice.com.*

6. Los cuadros y gráficos irán numerados correlativamente y contendrán un título suficientemente explicativo y las fuentes de los datos mostrados. Los gráficos deberán tener la suficiente calidad técnica para ser reproducidos directamente; se enviarán en formato Microsoft Excel o en una aplicación compatible. A lo largo del texto, deberá indicarse el lugar exacto en que ha de insertarse cada gráfico o cuadro.

7. Al final del texto, aparecerá la lista de referencias bibliográficas, numeradas correlativamente y con el siguiente formato:

Libros (1) Apellidos e inicial del nombre de todos los autores; (2) año de publicación; (3) título completo; (4) edición; (5) lugar de publicación; (6) editorial. Ej.: CARREAU, D.; FLORY, T. y JUILLARD, P. (1990): *Droit Economique International,* 3.ª edición, París, LGDJ.

Artículos (1) Apellidos e inicial del nombre de todos los autores; (2) año de publicación; (3) título completo del artículo citado; (4) nombre de la publicación; (5) fascículo y/o volumen; (6) fecha de publicación; (7) páginas; (8) lugar de publicación. Ej.: VIÑALS, J. (1983): «El desequilibrio del sector exterior en España; una perspectiva macroeconómica», *Información Comercial Española. Revista de Economía,* número 604, diciembre, páginas 27-35, Madrid.

Se incluirán únicamente las referencias utilizadas en la elaboración del trabajo.

8. Los *anexos* se insertarán tras la bibliografía. Deberán llevar un título y una breve explicación del contenido.

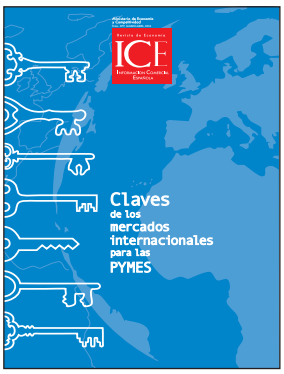
9. *ICE* no se solidariza con las opiniones expuestas en los artículos publicados, cuya responsabilidad corresponde a los autores.

10. *ICE* retiene todos los derechos de reproducción de los artículos editados, aunque tiene como práctica habitual autorizar su reproducción siempre que se cite la publicación y se cuente con el permiso del autor. La autorización deberá solicitarse por escrito a la Redacción de ***Información Comercial Española.***

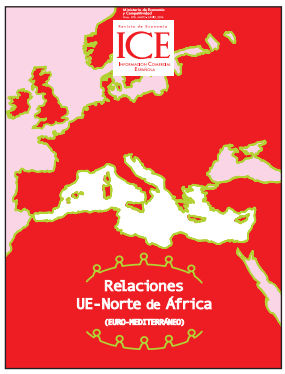
Últimos números publicados

Núm. 875
La agenda comercial bilateral de la UE

Núm. 876
50 Aniversario de la primera Ley de Competencia en España



Núm. 877
Claves de los mercados internacionales para las pymes



Núm. 878
Relaciones UE-Norte de África (Euro-mediterráneo)

Números en preparación

Europa del Este. 25 años después de la caída del muro

Empleo juvenil

Desarrollo y economía global

Revista de Economía

ICE

Información Comercial Española

Ministerio de Economía y Competitividad

00879
9 770019 977006

GOBIERNO DE ESPAÑA

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD