



Facultad de Ciencias  
Económicas y Empresariales

# LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN ESPAÑA

Un estudio de los diferentes métodos  
para alcanzar la mayor eficiencia

Nombre: Aurora García Abellás  
Tutor: María del Carmen Bada Olarán



## **RESUMEN**

Las pequeñas y medianas empresas españolas (pymes) representan la gran mayoría del conjunto empresarial español, por lo que son un eje central para la economía de nuestro país. Su aportación al Producto Interior Bruto, a la creación de puestos de trabajo y al desarrollo de proyectos innovadores, las convierte en uno de los principales motores económicos de España. Sin embargo, la crisis económica ha impactado negativamente en la situación financiera de estas empresas, especialmente como consecuencia del colapso experimentado por las entidades bancarias, sus principales agentes de financiación. De este modo, el incremento de los costes y la imposición de trabas para acceder a financiación tradicional (préstamos y créditos bancarios, fundamentalmente), unido a la insuficiencia de recursos propios para financiarse, han conducido a la búsqueda de instrumentos de financiación alternativos. Entre ellos, se encuentran *crowdfunding* y el capital riesgo, orientados a financiar proyectos innovadores, las Sociedades de Garantía Recíproca, dirigidas a reducir las trabas para acceder a financiación tradicional y los mercados de valores como el Mercado Alternativo Bursátil y el creado como consecuencia de operaciones de titulización de créditos.

## **PALABRAS CLAVE**

Pymes, financiación bancaria, contracción crediticia, préstamos, *factoring*, Sociedades de Garantía Recíproca.

## **ABSTRACT**

Small and Medium-Enterprises (SMEs) represent the vast majority of the Spanish business fabric, which is why they are considered a fundamental pillar within our economy. Their contribution to the Spanish Gross Domestic Product, along with their ability to create employment and develop innovative projects, makes them one of the main economic drivers of our country. However, the economic crisis has negatively impacted their financial situation, especially due to the collapse of Spanish banking institutions, the main funders of Spanish SMEs. Therefore, the increase in costs and the imposition of constraints to access traditional funding (loans and credit, essentially), as well as insufficient internal resources, have encouraged SMEs to look for alternative funding methods. Some of which, such as crowdfunding and venture capital, are orientated towards financing innovative projects. Others, such as Mutual Guarantee Societies, are designed to reduce obstacles to accessing traditional funding, meanwhile other alternative funding methods such as the Alternative Stock Market and credit securitization operations, represent the possibility to obtain funding through stock markets.

## **KEY WORDS**

SMEs, bank financing, credit crunch, loans, factoring, Mutual Guarantee Societies.

## TABLA DE CONTENIDO

<b>1.</b>	<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>1</b>
1.1.	Propósito y contextualización del tema .....	1
1.2.	Justificación.....	3
1.3.	Motivaciones.....	4
1.4.	Objetivos.....	5
1.5.	Metodología.....	5
1.6.	Estructura .....	6
<b>2.</b>	<b>DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO DE PYME.....</b>	<b>8</b>
2.1.	Ámbito europeo .....	8
2.2.	Ámbito estatal.....	9
2.2.1.	Ámbito contable.....	9
2.2.2.	Ámbito fiscal.....	10
<b>3.</b>	<b>EL PAPEL DE LAS PYMES EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.....</b>	<b>12</b>
<b>4.</b>	<b>FUENTES TRADICIONALES DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES.....</b>	<b>13</b>
4.1.	Evolución de las formas de financiación de las PYMES .....	13
4.2.	Autofinanciación .....	16
4.3.	Financiación externa clásica .....	17
4.3.1.	Préstamos y créditos bancarios.....	18
4.3.2.	Descuento bancario.....	20
4.3.3.	Factoring .....	22
4.3.4.	Leasing .....	23
<b>5.</b>	<b>INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA.....</b>	<b>27</b>
5.1.	Capital Riesgo.....	27
5.2.	Crowdfunding.....	30
5.3.	Sociedades de Garantía Recíproca.....	32
5.4.	Mercado Alternativo Bursátil (MAB) .....	34
5.5.	Titulización de créditos .....	36
<b>6.</b>	<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>39</b>

<b>7. REFERENCIAS .....</b>	<b>43</b>
-----------------------------	-----------

## **ÍNDICE DE TABLAS**

Tabla 1: Concepto de pyme según la Recomendación 2003/361/CE.....	9
---	---

Tabla 2: Métodos tradicionales y alternativos de financiación de pymes .....	13
--	----

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1. Propósito y contextualización del tema

Tradicionalmente, existía la consideración de que el crecimiento económico y el progreso de la industria española procedían fundamentalmente del papel que desempeñaban las grandes empresas a través de sus inversiones y sus economías de escala (Pérez Ybarra, 2012). Sin embargo, en los últimos años, fruto de la globalización y del progreso hacia modelos económicos en los que la innovación y el desarrollo juegan un papel esencial, las pequeñas y medianas empresas han adquirido un papel decisivo e incluso superior al de las empresas de gran dimensión (Tirados González y Medina Rojas, 2011).

En la actualidad, las pymes desempeñan un importante papel en el marco de la economía española por ser una fuente no solo de generación de riqueza, sino también de creación de empleo (Rosell Lastortras, 2015). Así, en enero de 2018, los datos publicados por la Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa (Cepyme) reflejaban que estas empresas representan el 99,98% del tejido empresarial español y que, a su vez, generan el 61,02% de los puestos de trabajo del país. A la vista de las cifras expuestas, es evidente que la salud económica española está estrechamente vinculada al crecimiento y desarrollo de las pymes, así como a su eficiencia económica y financiera (Barbero Navarro, 2007).

Si bien la teoría de la irrelevancia de la estructura financiera introducida por Franco Modigliani y Merton Miller en 1958, consideraba que el modo en que la empresa se financiase no afectaba en absoluto al valor de esta, economistas posteriores han refutado esta teoría y han afirmado que la estructura de capital es determinante para el valor de la empresa y, por tanto, para su crecimiento económico (Sglitz, 2009; Ahmeti y Burim, 2015; Ghosh, 2017). Así, dado el importante peso que tienen las pymes en nuestra economía, la eficiencia de los métodos de financiación de estas empresas tiene una incidencia directa en el crecimiento de nuestro país.

Las pymes han sido, posiblemente, uno de los agentes económicos más vulnerados por el estallido de la crisis económica (López Pascual, 2014). Desde su inicio en 2008, el crecimiento y el desarrollo de estas empresas se ha visto perjudicado por la imposición

de mayores restricciones en cuanto al acceso a financiación externa (Piñeiro Becerra, 2010). El colapso del sistema financiero llevó a los bancos a limitar la cuantía de los créditos concedidos a pequeñas y medianas empresas, a elevar los tipos de interés, encareciendo el coste de la financiación y a exigir mayores garantías de solvencia a la hora de conceder dicha financiación (Casasola-Martínez y Cardone-Riportella, 2009). De este modo, los métodos tradicionales de financiación representados fundamentalmente por créditos y préstamos bancarios y, en menor medida, por descuentos comerciales y operaciones de *leasing*, *renting* y *factoring*, no sólo se han encarecido, sino que también se han visto restringidos a raíz de la inestabilidad de nuestra economía (Trillas Fonts, 2016). Fruto de ello, las pequeñas y medianas empresas han emprendido una búsqueda hacia métodos alternativos de financiación (Marín Cantador y Serrano Espejo, 2017).

A este problema de acceso a medios de financiación debemos añadir las dificultades que presentan las pymes a la hora de acceder a métodos de financiación en relación con empresas de mayor dimensión (Rodríguez Salazar y Mantilla Garcés, 2016). Esto es debido, fundamentalmente, a la dificultad adicional que supone evaluar su riesgo crediticio como consecuencia de la menor información disponible de su situación y solvencia financiera (Bellina Yrigoyen, 2004). Esta asimetría de información es todavía mayor en empresas de nueva creación, puesto que carecen de un historial crediticio, así como en empresas que operan en sectores altamente innovadores, debido a la inseguridad e incertidumbre que presenta su crecimiento futuro (Martí Pellón, 2018).

Estos problemas de acceso a financiación con los que se encuentran las pequeñas y medianas empresas se agudizan aún más debido a su reducida capacidad negociadora con los intermediarios financieros, en comparación con las grandes empresas. Ello supone que, en la mayoría de las ocasiones, las cláusulas que integran los contratos de financiación de las pymes son redactadas de forma unilateral por los agentes financieros, sin posibilidad alguna de modificación por parte del pequeño o mediano empresario (García Mandaloniz, 2003).

A raíz de todas las limitaciones expuestas, las pymes han iniciado una búsqueda incesante de métodos alternativos de financiación, entre los cuales se encuentran el capital riesgo, las Sociedades de Garantía Recíproca, el *crowdfunding*, el Mercado Alternativo Bursátil, o la titulización de activos. Estos métodos permiten incrementar su eficiencia financiera,



al diversificar el riesgo que supone la estrecha dependencia del sector bancario (Casanovas Ramón, 2011).

De este modo, a lo largo de este trabajo de investigación se evidenciará que los recursos de financiación de las pequeñas y medianas empresas no se limitan solo a aquellos a los que la literatura ha dedicado la mayor parte de su atención (el crédito y préstamo bancarios), pues existen una gran variedad de fuentes financieras al alcance de estas empresas. Por ello, se darán a conocer las distintas posibilidades que tienen las pymes para hacer frente a las restricciones crediticias que han experimentado en los últimos años.

## **1.2. Justificación**

Las pequeñas y medianas empresas han sido objeto de estudio por una gran cantidad de expertos desde variadas perspectivas. En lo relativo al tema propuesto, también la estructura financiera de las pymes ha sido un tema de interés para muchos autores.

En la década de los noventa, los expertos empiezan a reconocer ampliamente la limitada capacidad de endeudamiento a medio y largo plazo de este tipo de empresas (Calvo-Silvosa y Boedo Vilabella, 1997) y, a partir de este momento, ha aumentado la literatura sobre su eficiencia y rentabilidad (García Pérez de Lema, 2002; Rubio González, Ruesta Baselga, Montañez Núñez y Ulloa Ariza, 2015, entre otros). Además, desde los inicios de la crisis económica, abundan los estudios sobre la repercusión de este hito en el acceso de las pymes a financiación bancaria (Canto-Cuevas, Palacín Sánchez y di Pietro, 2016).

Sin embargo, la literatura sobre la financiación de estas empresas se ha centrado, tradicionalmente, en analizar el préstamo y el crédito bancarios como métodos de financiación, dejando atrás otros métodos clásicos tales como el *renting*, el *factoring*, el *confirming* y el descuento comercial. Por otro lado, la mayoría de los métodos alternativos de financiación han sido poco explorados debido a su reciente desarrollo.

Es por ello por lo que, con este trabajo de investigación se pretende ofrecer una visión amplia de los distintos métodos de financiación de las pymes, incluyendo información

sobre métodos tradicionales menos desarrollados en la literatura y también sobre métodos alternativos que, por su novedad, han sido poco estudiados científicamente.

### **1.3. Motivaciones**

Las motivaciones que me han impulsado a elaborar este trabajo de investigación son muy variadas.

En primer lugar, existen motivaciones personales dado que, en mi familia, existen varias pequeñas empresas que constantemente están recurriendo a fuentes de financiación para hacer frente a nuevas inversiones y proyectos. En consecuencia, me parece muy interesante analizar cuáles son las distintas fuentes a las que pueden recurrir estas empresas con el objetivo de financiar su expansión y crecimiento y cuál es el modo de hacerlo de manera más eficiente mediante la diversificación de riesgos.

En segundo lugar, también ha influido el hecho de que las fuentes alternativas de financiación son todavía recientes y muchas de ellas son poco conocidas por los empresarios, probablemente porque algunas están pendientes de regulación normativa o bien porque no ha transcurrido el tiempo suficiente desde su implantación para que gocen de publicidad mediática.

En tercer lugar, la crisis económica ha tenido efectos devastadores desde el punto de vista social y económico y ha puesto de manifiesto numerosos errores en la estructura de nuestro sistema financiero. Por este motivo, es fundamental aprender de los errores del pasado y poder así avanzar como sociedad. Así, teniendo en cuenta que la economía es, *per se*, cíclica, es esencial dar a conocer el riesgo que supone una financiación dependiente exclusivamente de entidades sistémicas y, por ello, la necesidad de buscar financiación en distintos métodos alternativos que diversifiquen el riesgo.

## 1.4. Objetivos

Este trabajo tiene como objetivo general realizar un estudio profundo de los instrumentos de financiación tradicionales y alternativos de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de nuestro país. Este objetivo se concreta en los siguientes objetivos específicos:

- Revisar la literatura existente sobre los métodos de financiación tradicionales de las pequeñas y medianas empresas españolas.
- Revisar la literatura existente sobre los métodos de financiación alternativos de las pequeñas y medianas empresas españolas.
- Analizar las ventajas e inconvenientes de los distintos métodos de financiación tradicionales y alternativos a disposición de las pequeñas y medianas empresas.

## 1.5. Metodología

Para llevar a cabo este trabajo de investigación, se ha realizado una revisión de la literatura existente sobre el tema en cuestión.

La revisión de literatura tiene como fin proporcionar un marco teórico sobre los distintos métodos de financiación, tradicionales y alternativos, de las pequeñas y medianas empresas españolas y sus principales limitaciones. Además, se pretende ofrecer una visión del contexto económico en el que se encuentran estas empresas en nuestro país y de cómo este ha influido notablemente en los recursos de financiación empleados.

Las palabras clave utilizadas para encontrar esta información son: “financiación”, “estructura financiera”, “fuentes de financiación”, “bancarización”, “alternativas financieras”, “*crowdfunding*”, “mercados alternativos”, “restricción crediticia”, “asimetría de información”, etc.

Se ha acudido a diversas bases de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social y del Ministerio de Economía, Industria y Competitividad. Además, se han realizado búsquedas en Google Académico, Dialnet Plus, Aranzadi y *Business Source Complete*.

No obstante, dada la actualidad de muchos de los métodos de financiación alternativos, tales como los mercados alternativos, el capital riesgo o las Sociedades de Garantía Recíproca y, por ende, la falta de publicaciones académicas al respecto, ha sido necesario el empleo de fuentes no académicas, tales como publicaciones de la Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa y publicaciones de asociaciones de pequeños y medianos empresarios.

## **1.6. Estructura**

El presente trabajo está estructurado de la siguiente forma:

En la introducción, se realizará una contextualización del tema, acompañada de la justificación, objetivos, metodología empleada y estructura del trabajo.

A continuación, se expondrá a partir de una revisión de la literatura, el concepto de pyme en distintos ámbitos y se ofrecerán datos cuantitativos que reflejan el papel de estas empresas como parte esencial de nuestro tejido empresarial y como principal fuente de generación de riqueza y empleo en nuestro país. Con ello, se pretende evidenciar la importancia que tiene en el desarrollo de nuestra economía el acceso de estas empresas a fuentes de financiación eficaces.

Seguidamente, se realizará un análisis de las fuentes de financiación tradicionales y su evolución, así como de fuentes alternativas y sus principales limitaciones. La financiación tradicional en España está representada por los recursos internos, así como por préstamos y créditos bancarios y, en menor medida, por descuentos bancarios e instrumentos de *factoring* y *leasing*. Las fuentes de financiación alternativas están representadas por el capital riesgo, *crowdfunding*, las Sociedades de Garantía Recíproca, el Mercado Alternativo Bursátil y la titulización de activos. Todas ellas serán analizadas en profundidad aportando información sobre el funcionamiento, riesgos y ventajas de cada una de ellas.

Por último, en las conclusiones, se evaluará en qué medida se han cumplido los objetivos descritos al inicio del trabajo y se analizarán las limitaciones del estudio, así como las posibles líneas de investigación futuras.

## **2. DELIMITACIÓN DEL CONCEPTO DE PYME**

No existe un único concepto ni una única regulación normativa de las pymes, sino que ello variará en función del ámbito nacional o internacional en el que nos encontremos y también según las distintas disciplinas. A continuación, se expondrá un concepto comunitario de pequeña y mediana empresa y dos conceptos estatales desde dos perspectivas distintas, la contable y la estatal.

### **2.1. Ámbito europeo**

El proceso hacia la existencia de un único mercado en el que apenas existen fronteras y, en especial, en el marco de la Unión Europea, ha sido esencial para que los distintos poderes públicos de los Estados Miembros se hayan percatado de la necesidad de elaborar un concepto común de pequeña y mediana empresa. Por un lado, la coincidencia de criterios configuradores de las pymes evita los riesgos de posibles incoherencias y alteraciones en la competencia. Por otro lado, el desarrollo de políticas europeas de apoyo y fomento a esta tipología de empresas hace necesario que se armonicen los requisitos que han de concurrir para beneficiarse de las mismas (Jiménez de Cisneros Quesada, 2016).

Así, un concepto heterogéneo de pyme podría llevar a que empresas de idéntico tamaño y estructura financiera, no compitiesen en el mercado en condiciones equitativas. Una empresa podría beneficiarse de determinadas políticas europeas de ayuda a las pymes, mientras que otra de las mismas características, podría verse en desventaja competitiva, simplemente por los criterios más restrictivos que su país exigiese para ser considerada una empresa de esta índole.

Por este motivo, en el año 2003, la Comisión Europea dictó la Recomendación 2003/361/CE, aplicable a partir del 1 de enero de 2015, con el propósito de fijar un único concepto de pyme en el marco comunitario (ver Tabla 1). Los criterios en los que se basa esta Recomendación están relacionados con el volumen de la plantilla de trabajadores, el volumen de negocio y el balance general (volumen de activos). Además, incluye dentro

del concepto de pyme tres categorías de empresas: pequeñas, medianas y microempresas (Martínez Martín, Santero Sánchez, Sánchez Enríquez y Marcos Calvo, 2009).

*Tabla 1: Concepto de pyme según la Recomendación 2003/361/CE*

CATEGORÍA DE EMPRESA	NÚMRO DE TRABAJADORES	VOLUMEN DE NEGOCIO	BALANCE GENERAL
Mediana	<250	<= 50 millones EUR	<= 43 millones EUR
Pequeña	<50	<= 10 millones EUR	<= 10 millones EUR
Micro	<10	<= 2 millones EUR	<= 2 millones EUR

*Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo*

Se debe tener en cuenta que, el requisito de plantilla opera con carácter obligatorio mientras que los otros dos requisitos, tienen carácter alternativo entre sí. Esto tiene sentido puesto que, el volumen del balance general y la cifra de negocios será mayor o menor, respectivamente, según los distintos sectores de actividad en los que opere la empresa. De este modo, al permitir optar por uno de estos dos criterios, se garantiza que las empresas reciban un trato equitativo con independencia del sector en el que operen (Comisión Europea, 2005).

## **2.2. Ámbito estatal**

### **2.2.1. Ámbito contable**

El artículo segundo del Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas<sup>1</sup> (en adelante PGC para PYMES), aunque tomando en consideración criterios idénticos a

---

<sup>1</sup> Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas.

los recogidos en la normativa europea, emplea límites cuantitativos completamente distintos.

Desde esta perspectiva, son pequeñas y medianas empresas aquellas que:

*“Durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos dos de las circunstancias siguientes:*

*a) Que el total de las partidas del activo no supere los cuatro millones de euros.*

*b) Que el importe neto de su cifra anual de negocios no supere los ocho millones de euros.*

*c) Que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a cincuenta”.*

Así mismo, el artículo cuarto de esta misma norma regula los criterios específicos para adquirir la categoría de microempresa. A diferencia de lo que sucede en ámbito europeo, esta categoría queda fuera de la consideración de pequeña y mediana empresa en el ámbito contable. Sin embargo, al carecer de una normativa contable propia, el PGC para PYMES prevé su posible aplicación a estas empresas. En él se recoge que tendrán la categoría de microempresas aquellas que:

*“Durante dos ejercicios consecutivos reúnan, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, al menos dos de las siguientes circunstancias:*

*a) Que el total de las partidas del activo no supere el millón de euros.*

*b) Que el importe neto de su cifra anual de negocios no supere los dos millones de euros.*

*c) Que el número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a diez”.*

### 2.2.2. Ámbito fiscal

La Administración Tributaria dispone de sus propios criterios para determinar qué entidades, por razones de su tamaño, pueden beneficiarse de ciertos incentivos fiscales, fundamentalmente en el cálculo del Impuesto de Sociedades. En concreto, en la Ley del



Impuesto de Sociedades<sup>2</sup>, el legislador no habla de forma específica de “*pequeñas y medianas empresas*”, sino de “*entidades de reducida dimensión*”. A tenor del artículo ciento uno de esta ley, tendrán esta consideración aquellas empresas en las que “*el importe neto de la cifra de negocios habida en el período impositivo inmediato anterior sea inferior a 10 millones de euros*”.

Pese a los matices diferenciadores, según la normativa que se tome como referencia en lo relativo al concepto de pyme, podría decirse que las pymes son, a grandes rasgos, empresas que presentan niveles de activos, volúmenes de trabajadores y cifras de negocios de menor dimensión que las grandes empresas.

---

<sup>2</sup> Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades.

### **3. EL PAPEL DE LAS PYMES EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

Antes de analizar los distintos métodos de financiación accesibles a las pequeñas y medianas empresas españolas, conviene poner de manifiesto el importante papel que desempeñan en nuestra economía. Con ello, se pretende evidenciar el fuerte impacto que tiene su acceso a la financiación y, por ende, la relevancia de su estudio. El importante peso de las pymes españolas no solo se explica por sus aportaciones en términos de valor añadido bruto, sino también en términos de su inmensa capacidad para crear empleo (Camisón y De Lucio, 2010).

Según la información proporcionada por el Directorio Central de Empresas, en diciembre de 2018, el 99,98% del tejido empresarial español, estaba constituido por pymes, las cuales eran generadoras del 61,10% del empleo del país. A la vista de estos datos, es evidente que las pymes constituyen el núcleo esencial de nuestra economía, incluso desde el punto de vista del desarrollo social, pues son también generadoras de riqueza y empleo en territorios con menor desarrollo, frente a las grandes empresas, focalizadas, en su mayoría en las grandes ciudades del país (Martínez Martín, Santero Sánchez, Sánchez Enríquez y Marcos Calvo, 2009).

Además, las pymes españolas contribuyen a la inversión empresarial, por un lado, componente esencial de la demanda agregada y, por otro, variable integrante del producto interior bruto (López Pascual, 2014).

Por tanto, la eficiencia financiera de estas empresas tiene un triple impacto positivo en nuestra economía, pues no solo contribuyen al crecimiento del consumo y de la inversión empresarial, variables integrantes del producto interior bruto, sino que también potencian el empleo, pilar esencial sobre el que descansa nuestra economía.

## 4. FUENTES TRADICIONALES DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

Una vez expuesta una delimitación conceptual del término de pyme, junto con el papel crucial que desempeñan estas empresas en nuestra economía, se procederá a analizar las distintas fuentes de financiación que tienen a su alcance. Se comenzará con un breve repaso sobre cómo ha evolucionado su financiación en los últimos años y, a continuación, se analizarán las fuentes de financiación tradicionales y las fuentes de financiación alternativas que estas empresas tienen a su alcance.

*Tabla 2: Métodos tradicionales y alternativos de financiación de pymes*

FINANCIACIÓN TRADICIONAL	FINANCIACIÓN ALTERNATIVA
Autofinanciación	Capital Riesgo
Préstamos y créditos bancarios	<i>Crowdfunding</i>
Descuento bancario	Sociedades de Garantía Recíproca
<i>Factoring</i>	Mercado Alternativo Bursátil
<i>Leasing</i>	Titulización de créditos

*Fuente: Elaboración propia.*

### 4.1. Evolución de las formas de financiación de las PYMES

La crisis económica española ha tenido una importante influencia tanto en la estructura, como en los métodos de financiación de las pymes, no solo en términos cuantitativos, sino también desde el punto de vista de su composición (López Pascual, 2014).

De hecho, durante la crisis económica, surgió la expresión “*credit crunch*”, que hace referencia a la contracción de la financiación crediticia experimentada por la generalidad

de las empresas de España y también de la Unión Europea (Mínguez Prieto y Buil Aldana, 2014).

En este sentido, los problemas de liquidez del mercado financiero en España repercutieron directamente sobre las empresas españolas, que se encontraron con grandes dificultades para obtener los recursos necesarios para llevar a cabo su actividad operativa diaria y para financiar inversiones. Este problema afectó más a las pymes que a las empresas de mayor dimensión y dentro de estas, a aquellas menos asentadas o con pocos años de madurez, al carecer de una información histórica sobre su evolución y solvencia económica (Martínez López, García- Gutiérrez Fernández y Lejarriaga Pérez de las Vacas, 2010).

Por otra parte, la financiación empresarial española ha presentado una estrecha dependencia de las entidades bancarias. Este fenómeno de bancarización ha sido todavía más acusado en las pymes, cuya financiación se ha basado casi exclusivamente en créditos y préstamos bancarios (Canto-Cuevas, Palacín Sánchez y di Pietro, 2016).

Esto ha sido debido, por una parte, a los costes proporcionalmente más elevados para emitir títulos de deuda, en comparación con los de las empresas de mayor dimensión. Por otra parte, se ha debido a la dificultad, tanto cualitativa como cuantitativa, para acceder a información sobre la situación y solvencia financiera de pequeñas y medianas empresas, frente a las empresas de gran dimensión (García-Vaquero y Roibas, 2018).

Hasta el inicio de la crisis económica, las pymes se habían venido beneficiando de ventajosas condiciones ofrecidas por los bancos y entidades de crédito para acceder a financiación. Sin embargo, con el inicio de la crisis, estas condiciones de financiación se endurecieron por diversos motivos. Algunos de ellos, están relacionados con los elevados riesgos a los que se vieron sometidas las entidades bancarias, altamente dependientes del sector de construcción e inmobiliario (Mendizabal Zubeldia, Lertxundi Lertxundi y Garmendia Ibáñez, 2011). Otros de ellos, están vinculados a las bajas expectativas de crecimiento económico y los altos niveles de endeudamiento a los que se habían llegado las empresas en los años previos a la crisis (de la Fuente Cabrero, Laguna Sánchez y Villacé Molinero, 2013).

De hecho, siguiendo los datos del Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2009), tras el estallido de la crisis económica, el 80% de las pymes que solicitaron créditos bancarios, atravesaron amplias vicisitudes para acceder a ellos y, en casi el 20% de los casos, los créditos fueron denegados. Además, en algunos casos, fueron las propias pymes las que retiraron sus solicitudes, al ser insuficiente su capacidad negociadora para fijar condiciones razonables de financiación (Ordiales, 2015). Por otra parte, en la inmensa mayoría de los casos en los que se obtuvo financiación, se ampliaron las garantías y avales exigidos para su concesión (Casasola-Martínez y Cardone-Riportella, 2009).

Ante esta situación, se hizo evidente la necesidad de reforzar los métodos alternativos que complementasen la financiación bancaria mediante instrumentos sostenibles en el tiempo y sin vinculación directa con el ciclo económico (Jiménez Zuriaga, 2013). Entre ellos se encuentran el capital riesgo, el *crowdfunding*, las Sociedades de Garantía Recíproca, el Mercado Alternativo Bursátil y la titulización de créditos.

Este, fue, sin duda, un gran cambio en el comportamiento y en la cultura empresarial de nuestro país, hasta entonces, fuertemente bancarizado (Giralt y González Nieto, 2012).

Con el fin de incrementar el peso de los métodos de financiación alternativa, en el año 2014, el Gobierno aprobó la Ley de Fomento de Financiación Empresarial<sup>3</sup>, así como la Ley por la que se regulan las Entidades de Capital Riesgo y Otras Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado<sup>4</sup>. Esta normativa estaba dirigida no solo a fomentar fuentes de financiación que no dependiesen de bancos y entidades de crédito, sino también, a flexibilizar las fuentes financieras bancarias tradicionales.

En este sentido, el marco normativo creado, trajo consigo, entre otras muchas ventajas, la transformación de derechos de crédito en títulos susceptibles de negociación, el desarrollo

---

<sup>3</sup> Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

<sup>4</sup> 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 y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

del *crowdfunding* y del Mercado Alternativo Bursátil. No obstante, algunas de estas fuentes alternativas son todavía novedosas, por lo que aún requieren un mayor desarrollo.

#### **4.2. Autofinanciación**

Pese a que frecuentemente se identifica la financiación tradicional de las pymes con la financiación bancaria, lo cierto es que las pequeñas y medianas empresas han apelado constantemente a recursos internos para financiar parte de su actividad, especialmente cuando el abanico de instrumentos de financiación era más reducido. No obstante, la reducida dimensión de estas empresas hace que la autofinanciación sea siempre complementaria y adicional a la financiación ajena y nunca sustitutiva. Pese a que el componente mayoritario de la financiación tradicional esté integrado por distintos métodos de financiación bancaria, no debemos olvidar que la generación de recursos internos puede también ayudar a las pequeñas y medianas empresas a satisfacer parte de sus necesidades financieras. Por ello, antes de abrir paso a las fuentes de financiación ajena, se considera relevante analizar este instrumento financiero, minoritario, limitado y no exclusivo, del que disponen las pequeñas y medianas empresas.

Tradicionalmente, se ha venido entendiendo que la autofinanciación consiste en el uso de los recursos financieros que las empresas generan por su propio funcionamiento, sin necesidad de recurrir a instrumentos del mercado financiero (Suárez Suárez, 1975). Es decir, una empresa se autofinancia cuando los instrumentos que emplea para satisfacer sus necesidades operativas diarias y sus inversiones proceden de su resultado de explotación (Montserrat Casanovas, Bertrán y Betrán Jordana, 2015).

Ha sido habitual la distinción entre la autofinanciación de mantenimiento y la autofinanciación de enriquecimiento. La primera de ellas está constituida por aquellos fondos que derivan de las amortizaciones y de las provisiones efectuadas por la empresa para reflejar el valor real de sus activos. Por su parte, la autofinanciación de enriquecimiento hace referencia a la retención y, en consecuencia, a la no distribución, de aquellos beneficios generados por la actividad empresarial, que, por tanto, podrán ser empleados para cubrir sus necesidades financieras (Casanovas Ramón, 2011).

La autofinanciación ya sea de mantenimiento o de enriquecimiento, presenta beneficios en comparación con los recursos ajenos de financiación, pero también indudables inconvenientes.

Por un lado, permite una mayor concentración desde un punto de vista económico. Por otro lado, desde un punto de vista político empresarial, se reducen los costes administrativos y los intereses financieros que exigen como remuneración los terceros ajenos a la empresa cuando conceden financiación a esta.

Sin embargo, la financiación propia puede no solo ser insuficiente para satisfacer las necesidades de la empresa, sino que puede no ser recibida con agrado por los accionistas. Esto se debe a que, si la empresa recurre a la autofinanciación de enriquecimiento, el reparto de dividendos, uno de los derechos básicos propios de la condición de socio de cualquier entidad, se ve perjudicado. Además, la facilidad para acceder a recursos internos de financiación, al no requerir negociaciones con terceros ni incurrir en costes administrativos y financieros, puede ocasionar que las empresas lleven adelante proyectos o inversiones sin un estudio pormenorizado de su riesgo y rentabilidad (García Mandaloniz, 2003).

### **4.3. Financiación externa clásica**

La financiación propia debe ser complementada con fuentes de financiación ajena.

Por una parte, es habitual que los recursos propios no cubran la financiación de la totalidad de los proyectos y de las inversiones que constituyan la política estratégica de la empresa. Entre los expertos esta situación se conoce como “*equity gap*” o escasez de recursos de financiación propia (Seco Benedicto, 2008).

Por otra parte, la deuda tiene un menor coste, entre otros motivos, porque los gastos financieros son deducibles para la empresa y porque los accionistas, al ser los últimos en el orden de prelación de pagos, exigirán mayor remuneración que los acreedores.

No obstante, una estructura financiera óptima requiere de un mínimo de autofinanciación ya que un endeudamiento excesivo incrementa altamente el riesgo de insolvencia (Cabrer Borrás y Rico Belda, 2015).

#### 4.3.1. Préstamos y créditos bancarios

El préstamo es, junto con el crédito bancario, el medio de financiación por excelencia del conjunto empresarial de nuestro país, aunque, en menor medida, desde que el comienzo de la crisis económica de 2008 y el desarrollo de métodos de financiación alternativos. De hecho, fruto de la dependencia del sector privado español de los préstamos y créditos bancarios, se habla de nuestro sistema financiero como “*banking oriented*”, frente a otros sistemas “*market oriented*”, en los que prevalece la financiación propiciada por los mercados de valores (Berges y Ontiveros, 2014).

El préstamo bancario es un contrato a través del cual el prestamista (entidad bancaria) entrega dinero al prestatario a cambio de su restitución, en el plazo pactado, junto con el pago de los intereses acordados. Por otro lado, el crédito es una variación del contrato de préstamo, en virtud del cual la entidad crediticia pone una cantidad de fondos a disposición del acreditado para que disponga de los mismos a medida que los vaya necesitando (Marín Cantador y Serrano Espejo, 2017).

La principal diferencia entre estos recursos de financiación bancaria reside en que, en los préstamos, la disposición de los fondos es automática, mientras que, en los créditos, es necesaria una previa solicitud de disposición de fondos. Así, en los créditos, la entidad bancaria verificará la información que disponga sobre la situación financiera de la pyme, toda vez que esta solicite fondos, pudiendo denegarse la petición si no se cumplen determinados requisitos de solvencia. Sin embargo, en los préstamos, la puesta a disposición de fondos es total y automática desde el primer momento, por lo que, presenta un riesgo adicional para la entidad prestamista, en caso de que empeore la situación financiera de la empresa (Sánchez Graells, 2012).

Tanto el crédito como el préstamo pueden ser a corto plazo, cuando la empresa acuerda el reembolso en un plazo inferior a un año, o a largo plazo, si la restitución es exigible en



un periodo de tiempo superior al año. En caso de que, llegado el vencimiento, la empresa no atienda al pago de las cantidades acordadas, se aplicarían las cláusulas previstas en el contrato para el incumplimiento de este, lo que, generalmente, se traduce en el pago de los intereses moratorios pactados (Ríos Vinaixa, 2014).

La financiación de préstamos y créditos a largo plazo permite a la empresa disponer de un mayor margen para restituir la cantidad prestada. Como contrapartida, las empresas tendrán que asumir mayores costes, como consecuencia del devengo de intereses durante un mayor periodo de tiempo. Además, los préstamos a largo plazo suelen presentar condiciones y cláusulas más restrictivas, debido a la mayor incertidumbre sobre la situación financiera de la empresa, cuanto mayor sea el tiempo hasta el vencimiento (Baños- Caballero, García Teruel y Martínez-Solano, 2014).

Previamente a su concesión, las entidades bancarias exigen cierta información que demuestre que las empresas disponen de solvencia suficiente para efectuar el pago al vencimiento. El principal problema, es que existe una asimetría en la distribución de la información, de forma que las empresas tienen a su alcance información valiosa sobre sus inversiones y su negocio, a la que las entidades bancarias no tienen acceso. Esta situación se agrava cuando hablamos de pequeñas y medianas empresas, puesto que, a diferencia de lo que sucede con las empresas de gran dimensión, sus obligaciones de reportar información sobre su situación financiera son muy reducidas (Acedo Ramírez, Ayala Calvo y Rodríguez Oses, 2005).

En este sentido, las pymes cuentan con más información que las entidades bancarias sobre los riesgos y la viabilidad futura de los proyectos que desean financiar. En consecuencia, los bancos diseñan contratos de préstamos con pymes teniendo en cuenta esta asimetría de información. Las tasas de interés exigidas a estas empresas llevarán implícito el mayor riesgo al que se exponen las entidades crediticias al financiar empresas y proyectos respecto de los cuales apenas disponen de información (Bellina Yrigoyen, 2004).

La asimetría de información lleva también aparejados otros problemas económicos tales como la selección adversa y el riesgo moral. El primero, consiste en que la entidad bancaria, ante la insuficiencia de información, es incapaz de identificar el riesgo implícito en la operación que está financiando. El segundo, se basa en la repercusión que tienen los

comportamientos negativos de la pyme (que podrían llevarle a una situación de insolvencia) sobre la propia entidad financiera. Ambos problemas acentúan el encarecimiento de los costes de financiación y las restricciones crediticias a las pequeñas y medianas empresas (García Mandaloniz, 2003).

Por otro lado, también es habitual que estos contratos concertados con pymes recojan cláusulas en las que, fruto de esta asimetría de información, las entidades prestamistas exijan a las empresas que presten determinadas garantías, reales o personales, ejecutables en caso de incumplimiento del contrato. Todo ello sin perjuicio de que, las entidades bancarias vayan recopilando aquella información exteriorizada durante su relación con el prestatario o acreditado, acerca de su solvencia y capacidad de pago (Payo Alcázar y Pérez Cimarra, 2016).

En definitiva, las pequeñas y medianas empresas españolas se encuentran con mayores dificultades para acceder a préstamos y créditos bancarios que las empresas de gran dimensión. Además, los elevados costes financieros a los que se ven sometidas, en comparación con grandes empresas, limitan su posibilidad beneficiarse de los efectos que supone una ratio de apalancamiento o endeudamiento positiva. Así, las restricciones financieras pueden llevar a las pymes a situarse en una posición desventajada con respecto a grandes empresas competidoras (Callejón y Segarra, 2012). Ante esta situación y especialmente a raíz de la crisis económica, las pequeñas y medianas empresas se han percatado de la importancia de recurrir a otras fuentes de financiación, que, además, permitan reducir su dependencia casi exclusiva de un sector con elevado riesgo sistémico como lo es el sector bancario.

#### 4.3.2. Descuento bancario

Aunque menos extendido que el préstamo y el crédito bancario, el descuento comercial también representa gran parte de la financiación de las pequeñas y medianas empresas de nuestro país.

Siguiendo el estudio efectuado por Ribaya Mallada (2010), a través del descuento bancario, la entidad crediticia se compromete a entregar el importe de un derecho de

crédito no vencido, documentado en un título-valor del que es titular la empresa, descontando un margen y un tipo de interés.

Dentro del descuento podemos distinguir entre el descuento comercial y el descuento financiero. En el primero, el derecho de cobro está relacionado con la venta de bienes o prestación de servicios que forman parte de la actividad principal de la empresa. Por el contrario, el segundo, es, en realidad, un préstamo documentado en un título-valor que no tiene vinculación directa con la actividad principal de la empresa. El descuento comercial, puede efectuarse bien de forma individual (descuento simple), bien de forma múltiple (línea de descuento). Siendo lo más habitual que las pymes descuenten toda una remesa de créditos para obtener financiación, es fundamental su capacidad para negociar con las entidades financieras las condiciones en las que se va a efectuar el descuento de sus derechos de crédito, no solo por motivos de operatividad, sino también para reducir el mayor volumen de costes en la medida de lo posible (Ribaya Mallada, 2010).

La principal ventaja de este tipo de financiación para las pymes reside, casi exclusivamente, en la posibilidad de obtener liquidez inmediata, especialmente, cuando su política se basa en las ventas a crédito. Es decir, por medio del descuento, las pymes pueden mejorar su flujo de tesorería y obtener fondos de forma anticipada para poder seguir operando en su día a día. Además, esta operación de financiación evita que las pequeñas y medianas empresas tengan que llevar a cabo la gestión del cobro de sus créditos personalmente. Esto tiene un importante valor para pequeñas y medianas empresas porque, al disponer de un menor volumen de trabajadores, es esencial que estos puedan concentrar sus tareas en la actividad principal de la empresa, que se supone que es la generadora de sus beneficios. Además, también mejora la eficiencia de la empresa, en la medida en que, permite delegar la gestión de cobro en entidades financieras con mayor experiencia en esta tarea. Por otra parte, en contraposición con otros métodos de financiación como los préstamos, no es necesario que la pyme determine en un primer momento los fondos que prevea que vaya necesitar, sino que si aumenta su volumen de operaciones y, por ende, sus derechos de crédito frente a terceros, podrá acudir a una entidad financiera para que descuenta la cuantía que necesite (Fernández Iglesias, 2010).

Como contrapartida, una de las principales desventajas del descuento bancario, descansa en los intereses y comisiones aplicados por el banco para descontar el crédito no vencido.

Estos costes variarán, en gran parte, en función de la solvencia, no solo de la pyme, sino también del deudor del crédito. Así, si la información de la que dispone la entidad bancaria ofrece dudas en cuanto al cobro efectivo del crédito a su vencimiento, la entidad bancaria descontará el crédito a tipos superiores. En este caso, el coste financiero para la pyme de este tipo de financiación se verá incrementado (Igal, 2008).

Por otra parte, siguiendo lo expuesto en apartados anteriores, el descuento bancario es una operación que depende exclusivamente de entidades financieras, expuestas a un elevado riesgo sistémico y que, por tanto, tiene un elevado riesgo en épocas de declive económico. Por ello, pese a ofrecer amplios beneficios a pequeñas y medianas empresas, habituadas a cobrar a sus clientes a crédito, es necesario complementarlo con otras fuentes de financiación vinculadas a entidades que se sitúen fuera del sector bancario.

#### 4.3.3. *Factoring*

El contrato de *factoring* es otra forma de financiación tradicional que se basa en la cesión de los derechos de crédito de los que es titular la empresa, documentados en facturas emitidas a sus clientes. Su funcionamiento se basa en la existencia de una entidad de *factoring* que concede financiación, mediante el descuento del importe de las facturas emitidas por la empresa y que, además, se encarga de las gestiones de cobro, administración y evaluación de estas. Al igual que sucede con el descuento bancario, el interés al que la entidad de *factoring* descuenta las facturas dependerá de la evaluación crediticia que ofrezca tanto el receptor de la factura, como de la pyme que acuda a esta financiación (Sánchez Graells, 2012).

De cara a las ventajas ofrecidas por este instrumento, es esencial la distinción entre dos tipos de *factoring*, el *factoring* con recurso y el *factoring* sin recurso. En el primero, la entidad de *factoring* (entidad de crédito) no asume riesgo alguno por la operación. De esta forma, en caso de que, llegado el vencimiento de las facturas, el deudor no cumpla su obligación de pago, será la propia empresa la que deberá abonar su importe a la entidad de *factoring*, junto con los intereses correspondientes. Por el contrario, en el segundo, es la propia entidad de *factoring* la que asume el riesgo de insolvencia del deudor del crédito

(Igual, 2008). Lógicamente, esta segunda tipología de financiación lleva aparejados descuentos a intereses mucho más elevados, puesto que el riesgo asumido por la empresa de *factoring* se incrementa exponencialmente.

El *factoring* es una modalidad de financiación cuyas ventajas e inconvenientes son muy similares al descuento comercial, especialmente cuando se trata del *factoring* con recurso. Por un lado, presenta ventajas desde el punto de vista de la gestión de la tesorería de la pyme, puesto que, permite que esta disponga del importe de los créditos de forma anticipada. Además, la normativa permite descontar facturas futuras, si bien estas han de nacer de la actividad de la empresa en un plazo no superior a un año (Sánchez Graells, 2012). Al mismo tiempo, al igual que sucede con el descuento bancario, permite que las pymes ahorren costes derivados de las tareas de gestión de los créditos y también costes de personal de la empresa. Por otro lado, el *factoring* sin recurso, reduce a cero el riesgo de insolvencia del deudor del crédito.

Sin embargo, en aquellos casos en los que la entidad financiera estima que existe un alto riesgo de insolvencia de la cartera de clientes de la empresa, el coste de este tipo de financiación puede llegar a ser muy elevado.

En cualquier caso, este instrumento de financiación debe ser complementado con otros instrumentos alternativos, provenientes de entidades no bancarias de diversa índole. De este modo, si la capacidad económica de alguno de los agentes que proporcionan financiación empeora, la actividad de la pyme no queda paralizada por la incapacidad para sufragar los costes de su actividad y de sus proyectos futuros.

#### 4.3.4. *Leasing*

El leasing es un contrato mediante el cual una entidad financiadora cede a un tercero el uso de un determinado bien, a cambio de que este satisfaga unas cuotas de forma periódica. A través de este contrato, cuando las pymes necesitan, para el desarrollo de su actividad, un determinado bien y no quieren o no pueden adquirirlo al contado en un determinado momento, contratan una entidad financiadora, que no necesariamente ha de ser una entidad bancaria. Esta se compromete a comprar el activo y a arrendarlo a la

empresa durante un tiempo, a cambio del abono periódico de unas cuotas por su uso. Al final del contrato, se genera la posibilidad de que la pyme adquiriera la propiedad del bien arrendado, mediante el ejercicio de la denominada “opción de compra” (Mavila, 2003).

De este modo, se trata de una operación triangular en la que intervienen tres entidades distintas. Por una parte, el fabricante o proveedor del bien, quien mantiene una relación jurídica con la empresa financiadora mediante el contrato de compraventa de un bien. Su obligación se basa en entregar dicho bien en el plazo y términos acordados, a cambio de un precio. Por otra parte, la empresa de *leasing* se compromete a adquirir el bien a cambio de un precio y ceder su uso a un tercero (en este caso una pyme), a cambio del abono de las cuotas periódicas pactadas. El tercer agente es la pequeña y mediana empresa, que se compromete a satisfacer estas cuotas, a cambio de su derecho a usar el bien y del derecho a comprar el activo, cuando transcurra el periodo de tiempo fijado en el contrato (Igual, 2008).

Las ventajas que ofrece este tipo de financiación para las pequeñas y medianas empresas de nuestro país son indudables.

En primer lugar, es habitual que las pequeñas y medianas empresas tengan que hacer frente a grandes inversiones de inmovilizado, cuyo íntegro desembolso puede poner en riesgo su tesorería y, en consecuencia, su liquidez. Este tipo de financiación sustituye la realización de grandes desembolsos y la prestación de elevadas garantías, por el pago de cuotas periódicas cuyo importe se distribuye a lo largo de un periodo de tiempo. Es decir, evita el elevado impacto en la tesorería de la pyme que supone un gran desembolso de dinero y, además, financia la totalidad del coste de adquisición de un bien, frente a otros medios de financiación como el préstamo, que, en el mejor de los escenarios, financia el 80% de este valor. Por otra parte, permite distribuir la totalidad de la carga a lo largo de un periodo de tiempo (Polar, 2000). Ello permite que la empresa disponga de un gasto periódico en sus cuentas de resultados, en lugar de un pasivo de elevado valor en su balance.

En segundo lugar, aunque sea un contrato de arrendamiento financiero, permite a la pequeña y mediana empresa hacerse con la propiedad del bien al final del contrato y, además, por un importe mucho más asequible, pues, al haber ido abonando cuotas

periódicas, llegado el final del contrato, únicamente tendrán que pagar la cuantía correspondiente al valor residual del activo. No obstante, también existe la posibilidad de que, llegado el vencimiento del contrato, la empresa considere que la adquisición de la propiedad del bien no sea ventajosa, bien por nuevos avances tecnológicos que lo hayan dejado obsoleto, bien por un cambio en el funcionamiento de la entidad que haga que deje de ser necesario para la actividad empresarial. Ante esta situación, el arrendamiento financiero ofrece la posibilidad de, llegado el término del contrato, no ejercitar la opción de compra (Fernández y Revilla, 2010).

En tercer lugar, este medio de financiación ofrece grandes ventajas desde un punto de vista fiscal, puesto que las cuotas son un gasto fiscalmente deducible para la empresa a efectos del Impuesto de Sociedades<sup>5</sup> y, además, también será deducible la cuantía destinada a la amortización del bien, aunque con determinados límites (Pérez Molina, 2017).

A los efectos beneficiosos de esta financiación, se contraponen algunos inconvenientes. Así, es habitual que esta operación suponga un elevado coste financiero para las pequeñas y medianas empresas. Esto se debe a que, cuantos más sujetos intervengan en la financiación, más elevados serán los costes repercutidos sobre el beneficiario último (la pyme), pues, cada uno de ellos buscará obtener un margen de beneficio. No obstante, es posible que, según las circunstancias concretas de la empresa, este incremento de costes financieros sea secundario, teniendo en cuenta las múltiples ventajas que ofrece, frente a otros métodos de financiación (Polar, 2000).

Otra de las desventajas con las que se pueden encontrar las pymes, reside en que, el contrato de *leasing* genera un compromiso de pago durante un periodo de tiempo considerablemente largo (dos años como mínimo para bienes muebles y diez años si se trata de bienes inmuebles). Según las condiciones pactadas, esta relación entre la empresa y la entidad financiadora puede ser irresoluble hasta su término, o bien, incluso siendo

---

<sup>5</sup> Las operaciones de arrendamiento financiero se regulan en el artículo 115 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto de Sociedades.

resoluble, se suele estipular una cláusula que recoge altos costes en caso de que la empresa quiera extinguir anticipadamente la relación (Yang, 2002).

Por último, debemos destacar que, la entidad financiadora puede ser una entidad bancaria, o bien una entidad de arrendamiento financiero. En aquellos casos en los que la pyme contrate con la primera, se expondrá a los riesgos ya mencionados sobre la excesiva supeditación a entidades con alta interdependencia del resto de miembros de su sector y de la situación económica en general. En estos casos, la importancia de acompañar este tipo de financiación con otros métodos alternativos será todavía mayor.



## **5. INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA**

En un mundo globalizado como en el que nos encontramos, el desarrollo de actividades innovadoras y emprendedoras es esencial para nuestro tejido empresarial, cada vez más competitivo. Uno de los obstáculos para desarrollar este tipo de actividades se encuentra en la financiación. Así, tanto el propio desarrollo de los proyectos e inversiones de la empresa, como la propia consolidación y crecimiento de estos, exigen altos desembolsos de dinero, imposibles de efectuar de forma individual por el pequeño y mediano empresario. Ante la insuficiencia de medios internos de financiación, las pequeñas y medianas empresas han acudido tradicionalmente a fuentes de financiación ajena, proporcionada fundamentalmente por entidades bancarias (Soto Moya, 2016).

Expuestas las dificultades que presenta la financiación tradicional, así como las restricciones experimentadas a raíz del colapso de nuestro sistema financiero, la búsqueda de instrumentos alternativos de financiación por parte de las pequeñas y medianas empresas españolas, ha sido esencial, tanto para atender a sus necesidades de circulante, como para racionalizar su endeudamiento (Mínguez Prieto y Buil Aldana, 2014).

Así, el Gobierno, consciente de la preponderancia de sector bancario en nuestro país, se percató de la necesidad de resolver algunos de los problemas con los que se venían encontrando las pymes para acceder a financiación bancaria. En el año 2015, se aprobó la Ley de Fomento de Financiación Empresarial, por una parte, para mejorar la eficiencia de la financiación bancaria y, por otra, para impulsar el fortalecimiento de fuentes de financiación alternativas (Arnal Martínez, Judith y Bravo Álvarez, 2015).

### **5.1. Capital Riesgo**

El término capital riesgo, se identifica con el concepto anglosajón “*venture capital*”. Es un método de financiación surgido recientemente en nuestro panorama financiero, mediante el cual un agente económico (inversor de capital riesgo) inyecta recursos a medio y largo plazo, a favor de pequeñas y medianas empresas, con la finalidad de participar en su actividad, asumiendo un riesgo similar al del empresario. Por medio de esta operación, el inversor capacitado de ahorro toma participación en el capital social de

la empresa y, por ende, obtiene idénticos derechos a los del empresario (Cazorla Papis y Cano Guillén, 2000). Más específicamente, este tipo de financiación opera en pymes que, dada su capacidad innovadora, presentan altas expectativas de crecimiento, principalmente porque desarrollan proyectos emprendedores, basados en I+D. En estos casos, el inversor espera ver compensado el riesgo asumido con una alta rentabilidad (García Mandaloniz, 2003).

De acuerdo con esta delimitación conceptual, las notas distintivas de este método de financiación pueden resumirse en cuatro puntos.

En primer lugar, es un recurso financiero estable, temporal y minoritario. Su estabilidad viene determinada porque se trata de una fuente de financiación que proporciona recursos económicos a la pyme con una perspectiva de medio-largo plazo. Por otra parte, es un recurso temporal, pues, cubre las necesidades financieras de las pymes en sus momentos iniciales, durante las cuales tienen mayores dificultades para acceder a financiación, dado el nivel de incertidumbre en el que se encuentran. Una vez superada la primera fase de su ciclo de vida, el inversor de capital riesgo venderá su participación a cambio de fondos económicos que le permitirán realizar nuevas inversiones. El carácter minoritario de la financiación se basa en que lo habitual es que, la gestión de la empresa se mantenga bajo el control de su propia dirección. Es decir, el inversor no suele tomar una participación que le habilite a hacerse con el control total de la pyme, aunque, si espera una elevada rentabilidad futura, estará dispuesto a asumir un mayor riesgo y, por tanto, su participación en la empresa será mayor (Cazorla Papis y Cano Guillén, 2000).

En segundo lugar, el capital riesgo está dirigido a pymes con alto carácter innovador, en fase de expansión o crecimiento (Fracica Naranjo, 2009). Lógicamente, al encontrarse en una fase prematura, la asimetría de información y la inseguridad sobre el desarrollo futuro de la empresa, al carecer de experiencia y trayectoria histórica, obstaculizan la obtención de financiación. Sin embargo, a través del capital riesgo, la pyme garantiza la obtención de los fondos necesarios para su crecimiento y desarrollo.

La tercera de las características de este método de financiación se asocia a dos variables esenciales en la toma de cualquier decisión financiera: el riesgo y la rentabilidad. Por una parte, la rentabilidad de la inversión en la que toma participación el inversor de capital

riesgo es altamente incierta. Al tratarse de pequeñas y medianas empresas no cotizadas y de pocos años de experiencia, carecen de un valor actualizado, por lo que el componente subjetivo que integra toda valoración se incrementa exponencialmente (Seco Benedicto, 2008). Por otro lado, el riesgo es también un componente fundamental de estas operaciones, tanto por las propias características del proyecto en el que se invierte, como por las condiciones del contrato de financiación. Al igual que la rentabilidad, el riesgo de la inversión es altamente incierto, al tratarse de proyectos con un elevado carácter innovador y emprendedor. Así mismo, cuanto mayor participación tome el inversor en el capital de la pyme, mayor será el volumen de riesgo al que se verá sometido (Cazorla Papis y Cano Guillén, 2000).

Por último, a diferencia de otras fuentes de financiación tradicionales, el capital riesgo, además de financiación, aporta a las pymes labores de asesoramiento y apoyo gerencial efectuadas por expertos y respecto de las cuales es habitual que una pyme con pocos años de experiencia presente ciertas deficiencias.

En definitiva, este tipo de financiación alternativa presenta múltiples ventajas para pequeñas y medianas empresas emprendedoras con dificultades para obtener financiación. Proporciona, por una parte, recursos económicos para poder llevar adelante sus proyectos. Esto se traduce en una mejora en la imagen de la empresa, puesto que el hecho de que haya sujetos expertos dispuestos a invertir en ella otorga, frente a terceros, una imagen de potencial futuro. Por otra parte, permite que entidades con escasa experiencia en un sector reciban el apoyo de personas especializadas en su gestión, lo cual, genera un alto valor añadido para la empresa. Por último, debemos tener en cuenta que, el capital riesgo, proporciona recursos económicos a través de fondos propios y no de deuda. Esto mejora la imagen del balance de la empresa y, además, no limita las posibilidades del posterior endeudamiento de la empresa (Ramón Pintado, García Pérez de Lena, Cerdón Portillo, Hurtado y Sánchez, 2006).

Sin embargo, la principal desventaja reside en que, este tipo de financiación, está reservada para pymes recién creadas o con pocos años de experiencia y con alto carácter innovador. Por tanto, aquellas pequeñas y medianas empresas asentadas en el mercado y sin carácter emprendedor o innovador tendrían dificultades para obtener recursos financieros de esta índole.

## 5.2. Crowdfunding

El *crowdfunding* es un método de financiación que puede tomar diversas formas, todas ellas con tres características en común. En primer lugar, su carácter de financiación colectiva o en masa, que permite concentrar recursos e ideas de un gran número de promotores. En segundo lugar, su objetivo de financiar proyectos de características diversas. En tercer lugar, el empleo de la tecnología para poner en contacto a los inversores y a los solicitantes de financiación. Siguiendo estas características, podemos definir el *crowdfunding* como un medio de financiación colectiva o en masa, en el que, mediante el uso de plataformas electrónicas, diversos inversores individuales (*crowd*) realizan aportaciones económicas para financiar diversos proyectos (de las Heras Ballell Rodríguez, 2013).

El surgimiento de este método de financiación obedece a la confluencia de distintos factores. Por una parte, desde una perspectiva económica, las empresas se han visto obligadas a reducir la estrecha dependencia de las entidades bancarias, ante el colapso del sistema financiero. Por otra parte, han ido cobrando importancia los proyectos de acción colaborativa, como consecuencia de su capacidad para diversificar riesgos. No obstante, los avances producidos en las nuevas tecnologías han sido la auténtica palanca que ha permitido el desarrollo de esta financiación colectiva (de las Heras Ballell Rodríguez, 2013).

Según la forma de remuneración de los inversores y la fuente de financiación empleada, podemos distinguir cuatro tipos de *crowdfunding*: de recompensa, de préstamo (*crowdlending*), de inversión (*equity crowdfunding*) y de donación (De los Ríos, Sastre Sáenz-Díez Rojas, 2016). En las primeras, a cambio de aportar financiación, el inversor recibe algún tipo de recompensa o remuneración de carácter no monetario, aunque, en muchas ocasiones, se trata de un pago anticipado de un bien o servicio de la propia empresa. En el *crowdlending* y en el *equity crowdfunding*, el aportante de fondos recibe una retribución, asociada a la rentabilidad del préstamo concedido, o a la obtención de acciones o participaciones de la empresa, respectivamente. Por último, el *crowdfunding* de donación consiste en una aportación de fondos sin retribución alguna para el inversor (Cuesta, et al., 2019).

La Ley de Fomento de Financiación Empresarial otorga cobertura jurídica a las modalidades de *crowdfunding* en las que el promotor o inversor obtiene una retribución dineraria a cambio de su aportación, es decir, el *crowdlending* y el *equity crowdfunding* (Camacho Clavijo, 2016). Con esta regulación se busca promover las plataformas de financiación colectiva, al tiempo que se intenta dar seguridad a su funcionamiento. En ella, se estipulan una serie de requisitos para poder operar como plataforma de financiación colectiva y, además, se introducen limitaciones al volumen de las inversiones que individualmente puede hacer cada promotor. Además, se establece la distinción entre inversores acreditados, aquellos con mayores recursos, experiencia y conocimientos, e inversores no acreditados, los cuales se ven sometidos a mayores restricciones. Con ello se garantiza, por un lado, que las pymes solicitantes de fondos puedan recibir financiación de inversores profesionales, sin que estos se vean limitados por excesivas restricciones. Por otro lado, esta regulación otorga una mayor seguridad a las pymes, a la hora de acceder a estas plataformas, pues los inversores minoristas, con escasa experiencia en estas operaciones, tendrán que cumplimentar amplios requisitos para tomar participación en ellas (Arnal Martínez, Judith y Bravo Álvarez, 2015).

En definitiva, el *crowdfunding* puede ejercer un papel esencial como financiación complementaria a la bancaria. Por una parte, potencia la iniciativa y la innovación de pequeñas y medianas empresas y se presenta como una alternativa óptima para salvar la brecha derivada de la contracción crediticia. Por otra parte, al descansar en una infraestructura tecnológica, permite la interacción rápida y directa de un elevado número de personas, sin restricciones geográficas y con reducidos costes de transacción. Además, a diferencia de la financiación bancaria, en la que el riesgo de insolvencia recae exclusivamente sobre el banco, en el *crowdfunding*, al tratarse de un medio de financiación colectiva y colaborativa, el riesgo se diluye, al distribuirse entre todos los inversores (Cuesta, et al., 2019).

Pese a estas ventajas, también debemos tener en cuenta algunas de sus limitaciones. Así, una de sus desventajas principales reside en que, la obtención de financiación dependerá de la movilización social que se genere en torno a la plataforma, por lo que, en muchas ocasiones, estará vinculado a la atracción que generen los proyectos y a su visibilidad mediática. Por otro lado, dado que las plataformas electrónicas ofrecen amplia

información sobre las características del proyecto que requiere financiación, se genera el riesgo de que la idea sea adquirida y desarrollada por terceros. No obstante, se ha conseguido reducir este riesgo con la normativa reguladora de estas plataformas (Benito Mundet y Maldonado Gutiérrez, 2015).

Además, debemos tener en cuenta que el *crowdfunding*, es, al igual que el capital riesgo, un tipo de financiación fundamentalmente reservada a pequeñas y medianas empresas con carácter emprendedor, cuyos proyectos se presenten como innovadores para los promotores. Así, el soporte tecnológico sobre el que descansa permitirá dar a conocer proyectos novedosos de empresas de reducida dimensión, todavía en desarrollo, a un elevado número de personas, de forma veloz y sin coste alguno. No obstante, para aquellas pymes que busquen obtener financiación para satisfacer sus necesidades operativas diarias o inversiones habituales, no es el instrumento financiero más adecuado. Todas estas limitaciones ponen de manifiesto que, no es un método hábil para sustituir completamente a la financiación tradicional durante toda la vida de la empresa, pero sí para actuar de forma complementaria a esta, ayudándole a diversificar sus riesgos, especialmente durante su fase más temprana.

### **5.3. Sociedades de Garantía Recíproca**

Como ya se expuso anteriormente, son múltiples los obstáculos ante los que se encuentran las pequeñas y medianas empresas para acceder a financiación tradicional. Entre ellos se encuentra la solicitud de elevadas garantías para cubrir el riesgo que soportan las entidades financieras, como consecuencia de la incertidumbre y la falta de información sobre la situación económica y financiera de la pyme. Así, de nada sirve el amplio abanico de préstamos y líneas de crédito que ofrece el mercado financiero, si después las pymes ven obstaculizada su financiación como consecuencia del rechazo de las entidades de crédito por insuficiencia o ausencia de garantías prestadas. En este contexto, es crucial el papel de las Sociedades de Garantía Recíproca (en adelante SGR), puesto que, precisamente, reducen las trabas derivadas de la asimetría de información y del racionamiento de crédito que sufren las pequeñas y medianas empresas (García Mandaloniz, 2003).

Su regulación inicial (1978), fue objeto de reforma con la vigente Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre el Régimen Jurídico de Sociedades de Garantía Recíproca, aprobada con el ánimo de fortalecer su papel como instituciones de apoyo de las pequeñas y medianas empresas de nuestro país (Iturrioz del Campo, 2000).

Esta normativa reconoce la función intermediaria de estas entidades, entre las pymes, necesitadas de financiación y las entidades crediticias. Así, su actividad principal consiste en ofrecer a las pymes las garantías que las entidades financieras exigen para la obtención de préstamos y créditos bancarios, a cambio de una comisión. Estas garantías, permiten cubrir a las entidades bancarias de la gestión del riesgo de morosidad e impago de la empresa financiada. Además, a permitir que las entidades concedentes de financiación que liberen de los costes que supone el aprovisionamiento de los riesgos avalados, logran que estas apliquen menores tipos de interés y que otorguen a las pymes plazos más prolongados para la restitución de los fondos prestados (de la Fuente Cabrero, Laguna Sánchez y Villacé Molinero, 2013).

Como contrapartida a todo ello, la SGR hacer recaer sobre las pymes una comisión. No obstante, este coste se ha logrado reducir a través del desarrollo de un sistema público de reafianzamiento. Este sistema se basa, fundamentalmente, en el reaval de parte de las operaciones de las SGR, efectuado por la Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA), de modo que los riesgos asumidos por estas con sus garantías se ven reducidos y, con ello, los costes que se repercuten a las pymes (Santero Sánchez, de la Fuente Cabrero y Laguna Sánchez, 2016).

En definitiva, nos encontramos, más que ante una fuente directa de financiación, ante un recurso financiero indirecto ya que su función se basa en facilitar que las pymes puedan acceder más fácilmente a préstamos y créditos bancarios (García Mandaloniz, 2003). Pese a las mayores dificultades de las pymes para acceder a financiación tradicional y la contracción crediticia, la financiación bancaria sigue situándose en un primer plano para la inmensa mayoría de nuestro tejido empresarial. Por ello, las SGR se presentan como un instrumento financiero con grandes ventajas, pues no solo facilitan y garantizan el acceso a financiación tradicional, sino que también mejoran sus condiciones. No obstante, dado que no es un método de financiación directa, debe ser complementado con financiación tradicional, puesto que facilita su obtención, pero también con fuentes

alternativas, que permitan a las pequeñas y medianas empresas reducir su estrecha dependencia del sector bancario.

#### **5.4. Mercado Alternativo Bursátil (MAB)**

Antes del estallido de la crisis económica, era impensable para las pymes acceder mercados de valores, debido a los elevados niveles de endeudamiento a los que podían llegar y a la oferta crediticia casi inagotable por parte de las entidades bancarias. Esta situación generaba en los pequeños y medianos empresarios la sensación, no solo de que los mercados de valores no eran para ellos, pues habían sido creados para satisfacer las necesidades de las grandes empresas, sino de que, además, ni siquiera los necesitaban (Giralt y González Nieto, 2012).

Sin embargo, esta convicción pronto desaparece en el contexto de la crisis económica, protagonizado por las reducidas posibilidades de captación de recursos financieros de las pequeñas y medianas empresas y por el endurecimiento de las condiciones de la financiación tradicional. En este momento, se empiezan a abrir las puertas a los mercados de valores, también para empresas de reducida dimensión. Así, el Mercado Alternativo Bursátil se configura, como un mercado de valores orientado a proporcionar financiación, por medio de recursos propios, al tejido empresarial de menor capitalización. Su objetivo principal se basa, por tanto, en dotar de liquidez a estas empresas, con unos costes más reducidos que los que soportan los emisores del clásico Mercado de Valores (Calderón Patier y González Lorente, 2012).

Una de las principales trabas que han venido señalando las pymes de cara a formar parte de los mercados de valores está relacionada con la sensación de excesivas exigencias regulatorias y de una elevada exposición a la competencia de la información interna de la empresa (Giralt y González Nieto, 2012). Sin embargo, el Mercado Alternativo Bursátil es un mercado alternativo con igual seguridad y garantías que el mercado secundario de valores, pues se encuentra bajo la supervisión y control de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Calderón Patier y González Lorente, 2012). Además, cuenta también con la figura del Asesor Registrado, quien no solo ayuda a los emisores en el



cumplimiento de sus obligaciones, sino que también se encarga de notificar al mercado sus eventuales incumplimientos, a fin de que se impongan las sanciones pertinentes (García Stuyck, 2010).

En este sentido, debemos tener en cuenta que, tan importante es la obtención de recursos económicos para financiar las necesidades de la empresa, como el mantenimiento de un nivel adecuado de equilibrio entre los fondos propios y los fondos ajenos. Teniendo en cuenta, que la financiación ajena (en forma de deuda) es el recurso al que tradicionalmente las empresas han venido recurriendo, el Mercado Alternativo Bursátil, al financiar a las pymes a través de recursos propios, ofrece, precisamente, la posibilidad de equilibrar sus elevados niveles de endeudamiento (Pérez López, 2009). Así, se consigue que la pyme disponga de una ratio de endeudamiento adecuada, sin necesidad de recurrir a aportaciones de sus socios fundadores, que puede que se nieguen a satisfacer, o que puede generar en ellos una sensación de inquietud y desconfianza hacia la gestión y dirección de la empresa (Jara Corrales y Palacín Sánchez, 2012).

Siguiendo el estudio efectuado por estos autores, son múltiples los motivos financieros que justifican la importancia de esta fuente de financiación para las pymes. Entre ellos, se encuentran la obtención de recursos propios para mejorar la ratio de endeudamiento, la liquidez de las acciones o participaciones, la expansión accionarial, la diversificación del riesgo mediante el respaldo de distintas fuentes de financiación y la asunción de costes de financiación más reducidos. Sin perjuicio de todo ello, también existen motivos para acudir al Mercado Alternativo Bursátil, relacionados con la publicidad e imagen que la pyme desea mostrar a terceros. Ello se debe a que el Mercado Alternativo Bursátil proporciona la pequeña y mediana empresa la imagen de prestigio que se asocia a aquellas entidades que cotizan en un mercado.

En definitiva, el Mercado Alternativo Bursátil ofrece múltiples ventajas a las pequeñas y medianas empresas, no solo desde una perspectiva financiera, sino también desde otros puntos de vista, como los que han sido expuestos. No obstante, también debemos tener en cuenta que la cotización en un mercado de valores lleva implícito el riesgo de pérdida del control, al menos parcial, de la empresa, aunque, en el caso del Mercado Alternativo Bursátil, el requisito de difusión accionarial para incorporarse al mercado es inferior al del Mercado de Valores tradicional. Por otra parte, la normativa exige, para la salida al

mercado, determinados requisitos financieros y contables, así como de transparencia de información, que, muchas veces, son difíciles de obtener cuando se trata de pymes de muy reducida dimensión, con menos recursos y menos capacidad para aportar información sofisticada (Giralt y González Nieto, 2012). Por tanto, cuando nos encontramos ante pymes de tamaño muy reducido, puede suceder que, estas no consigan producir y reunir toda la información requerida legalmente para operar en este mercado y que, por ello, tengan que recurrir a otros medios de financiación alternativos.

### **5.5. Titulización de créditos**

Con anterioridad al estallido de la crisis económica, la financiación por medio de la titulización de activos había experimentado un gran crecimiento, tanto en el plano nacional como internacional. No obstante, a raíz de las pérdidas ocasionadas como consecuencia de las hipotecas *subprime*, la titulización de créditos quedó en entredicho y empezó a reducirse de forma drástica. Sin embargo, a partir del año 2014, este método de financiación empieza a revitalizarse, como fuente alternativa a la tradicional financiación bancaria, a raíz de propuestas europeas encaminadas a promover y mejorar la transparencia en su funcionamiento (Gómez Churruca y Cerqueira de Gouveia, 2015).

La titulización de créditos, también denominada en el vocablo anglosajón “*securitization*” es una forma de financiación reciente, dirigida fundamentalmente a las pequeñas y medianas empresas. Los niveles de desarrollo de esta operación financiera todavía se alejan de los alcanzados en otros países de nuestro entorno. Sin embargo, es una alternativa que las pymes españolas deberían tener en cuenta a la hora de tomar decisiones financieras, pues su diseño ofrece ventajas muy atractivas para empresas de estas dimensiones (Jiménez Zuriaga, 2013).

Desde un punto de vista económico, el concepto de titulización se corresponde con un proceso de cesión de créditos, mediante el cual los activos que constituyen el balance de una empresa son transformados en valores negociables (García Mandaloniz, 2003). Su funcionamiento se basa en que, en primer lugar, la empresa selecciona aquellos créditos que van a ser empleados para obtener recursos económicos y, a continuación, los cede a

una entidad competente para colocarlos en el mercado y ponerlos a disposición de potenciales inversores (Bellina Yrigoyen, 2004). Antes la puesta en circulación de los valores negociables es necesario que una entidad (agencia de *rating*) evalúe los posibles riesgos de insolvencia de los deudores de los créditos y otorgue a estos una calificación.

Las ventajas que este tipo de financiación ofrece a las pequeñas y medianas empresas son de lo más variado. Por una parte, este instrumento permite a las pymes necesitadas de recursos obtener liquidez a través de la cesión de los derechos de crédito de los que son titulares. Sin perjuicio de lo anterior, también permite la mejora de la imagen del balance, pues convierte los activos ilíquidos de la empresa, susceptibles de titulización, en valores negociables fácilmente convertibles en liquidez (Rojas y López Samoza, 2013).

Como podemos observar, no solo ofrece ventajas en el corto plazo (liquidez casi inmediata), sino que, al mismo tiempo, permite la financiación de inversiones en el largo plazo (López Pascual, 2014). En cualquier caso, el proceso de titulización de activos optimiza la estructura financiera de las pymes, puesto que permite que estas se liberen de determinados recursos y obtengan liquidez para llevar a cabo sus inversiones, sin incrementar su endeudamiento, a diferencia de lo que sucedería si recurriesen a financiación tradicional bancaria. De este modo, esta operación financiera permite que las empresas mantengan constante su ratio de endeudamiento, puesto que sus recursos propios y sus recursos ajenos permanecen inalterados. Esto es especialmente importante para aquellas pequeñas y medianas empresas altamente apalancadas o endeudadas, respecto de las cuales un aumento de la financiación ajena no solo supondría un riesgo para la viabilidad de la empresa, sino también para la imagen de su balance de cara a terceros (Jiménez Zuriaga, 2013). A todo esto, debemos añadir que el proceso de titulización constituye también una alternativa financiera a disposición de las pymes capaz de diluir y transferir el riesgo de sus créditos a los tenedores de los valores negociables en que estos se conviertan (De la Mata, 2005).

Por último, cabe decir que las asimetrías de información aparejadas a las pequeñas y medianas empresas se ven reducidas como consecuencia del profundo análisis crediticio y de la correspondiente calificación de los créditos por parte de entidades especializadas. Como contrapartida, el principal problema de este tipo de financiación está relacionado, precisamente, con el complejo y largo proceso que entraña la evaluación de los distintos

créditos de los que son titulares las pequeñas y medianas empresas. A ello se añade su escaso desarrollo normativo y, en consecuencia, la ausencia de incentivos fiscales que despierten su atracción. Aunque según los expertos, en el futuro puede llegar a convertirse en un recurso muy eficiente para financiar gran parte del tejido empresarial de nuestro país, hoy en día, todavía requiere un amplio desarrollo (García Mandaloniz, 2003). Por ello, es necesaria su complementación con otras fuentes de financiación, cuya elección concreta dependerá de las circunstancias específicas de las pymes en cuestión.

## 6. CONCLUSIONES

Como consecuencia de la globalización, la apertura de mercados y el desarrollo de las nuevas tecnologías, las pequeñas y medianas empresas han pasado a representar un primer plano en nuestro tejido empresarial. En la actualidad, al constituir más del 90% de nuestra actividad empresarial, estas empresas tienen un indudable impacto en el crecimiento económico de nuestro país y también en la generación de puestos de trabajo. En un contexto globalizado como en el que nos encontramos, el emprendimiento, la innovación y los avances tecnológicos constituyen ventajas competitivas de indudable valor para las empresas. Por ello, el mantenimiento de su posición en el mercado dependerá, en gran medida, de su capacidad para acceder a fuentes de financiación que permitan sufragar los elevados costes que estas inversiones suponen. La asimetría de información y la limitada capacidad de negociación con respecto a las grandes empresas han situado a las pymes españolas en una situación de desventaja competitiva. Esta situación se ha visto agravada como consecuencia de la crisis económica, iniciada en el año 2008. A partir de este momento, las pequeñas y medianas empresas españolas, financiadas casi exclusivamente por entidades bancarias, se ven sometidas a una elevada contracción crediticia, obstaculizándose su crecimiento y desarrollo.

El objetivo principal de este trabajo ha sido la realización de un análisis de las distintas fuentes de financiación a disposición de las pymes, motor indiscutible para la economía de nuestro país. Así, a través de una revisión de literatura, se han estudiado las principales ventajas e inconvenientes que presentan tanto los instrumentos de financiación tradicional, como los instrumentos alternativos.

Tal y como se ha expuesto a lo largo de este trabajo de investigación, la financiación tradicional es todavía la más extendida entre pequeñas y medianas empresas, aunque en menor medida, desde el inicio de la crisis económica y el desarrollo de instrumentos alternativos. Los resultados obtenidos señalan que el préstamo y el crédito bancarios, financiación por excelencia en un sistema financiero bancarizado como el nuestro, presentan indudables ventajas para las pymes. El primero, permite la obtención y disposición automática de fondos para cubrir necesidades financieras, a cambio de su restitución, incrementada en un tipo de interés. El segundo, aunque no permite obtener

fondos automáticamente, pues requiere previa solicitud para su disposición, permite pagar intereses solo por aquellas cantidades dispuestas, o al menos, pagar una comisión mucho más reducida por el importe no dispuesto. Las operaciones de *leasing*, *factoring* y de descuento bancario también representan, aunque en menor medida, la financiación a la que han acudido tradicionalmente las pymes. El *leasing* es altamente ventajoso para pymes con inversiones que requieren elevados desembolsos, pero que carecen de liquidez suficiente para financiarlas. Por otro lado, los resultados conducen a que el *factoring* y el descuento bancario son instrumentos idóneos para que, aquellas pymes habituadas a cobrar a crédito a sus clientes puedan financiarse mediante el anticipo de sus derechos de cobro.

Pese a estas indudables ventajas, la financiación tradicional se ha encarecido a raíz del colapso de nuestro sistema financiero y las condiciones para la obtención de financiación bancaria se han vuelto mucho más exigentes desde entonces. Todo ello, unido a la insuficiencia de recursos propios para financiar las necesidades operativas de las pymes, ha abierto la puerta a instrumentos de financiación alternativos.

Entre ellos se sitúan el capital riesgo y el *crowdfunding*, reservados fundamentalmente para pymes emprendedoras, en fases iniciales de su ciclo de vida. En el primero de estos recursos, la pyme obtiene financiación a través de un inversor de capital riesgo que adquiere participación en la empresa aportando recursos propios. En el segundo, un colectivo de inversores, atraído por una idea innovadora, se compromete a aportar recursos económicos para que un proyecto salga adelante. Por otro lado, también las pymes en fases maduras, o bien, con proyectos menos innovadores, tienen a su disposición fuentes de financiación alternativa a la bancaria como las Sociedades de Garantía Recíproca.

No podemos olvidar que la investigación realizada también señala la existencia de mercados de valores como posibles financiadores para empresas de reducida capitalización. Como alternativa al mercado secundario oficial, tradicionalmente reservado a empresas de gran dimensión, surge el Mercado Alternativo Bursátil, una oportunidad para las empresas menor tamaño para colocar sus valores en el mercado y obtener así financiación. Por último, dentro del análisis de las fuentes de financiación alternativas se ha querido destacar la revitalización reciente que ha tenido la titulización

de los derechos de crédito de las pymes. Este procedimiento se ha convertido en un recurso idóneo para la obtención de liquidez y alternativo a la tradicional financiación bancaria, mediante la conversión de derechos de crédito en valores negociables.

Por tanto, podemos concluir que existe un amplio abanico de fuentes de financiación a disposición de las pequeñas y medianas empresas, tanto tradicionales como alternativas. Ahora bien, no todas ellas adaptan a cualquier pyme, sino que, dependiendo de sus circunstancias y rasgos característicos, será más adecuada una fuente de financiación u otra. Así, por ejemplo, para pymes que se encuentren en una fase temprana de su actividad y para aquellas inmersas en proyectos tecnológicos y emprendedores, el *crowdfunding* y el capital riesgo serán, *a priori*, las alternativas más atractivas. Sin embargo, es posible que pequeñas y medianas empresas asentadas en el mercado y habituadas a cobrar a crédito a sus clientes, opten por el *factoring* y en el descuento bancario.

Con ello, se pretende poner de relieve que son múltiples las posibilidades con las que cuentan las pymes para complementar su financiación tradicional, muy vulnerable a etapas de recesión económica, como la vivida recientemente. Estas fuentes alternativas permiten, por una parte, mitigar los riesgos que supone la estrecha dependencia financiera de entidades bancarias, altamente sistémicas. Por otra parte, permiten optimizar la estructura financiera de la empresa, en la medida en que ajustan la proporción entre sus recursos propios y ajenos y, con ello, la viabilidad futura de la empresa se verá mejorada.

En definitiva, es esencial para nuestra economía la mejora de la estructura financiera de las pymes, mediante la complementación de la financiación tradicional con fuentes de financiación alternativas. La consecución de una mayor eficiencia financiera en estas empresas tendrá un importante impacto no solo en la generación de riqueza, sino también en la creación de empleo y en el desarrollo de proyectos innovadores en nuestro país.

Queda abierto a futuras líneas de investigación el estudio de medidas que permitan mejorar el desarrollo de estas fuentes alternativas de financiación. Gran parte de ellas carece de regulación normativa, o bien, todavía ha sido poco desarrollada. Esto las sitúa en una situación de incertidumbre e inseguridad jurídica, poco favorecedora para lograr su atracción entre las pymes españolas. Por otro lado, también sería conveniente la exploración de otras fuentes de financiación alternativas para pequeñas y medianas

empresas que estén siendo empleadas en países de nuestro entorno, pero que todavía no hayan tenido alcance en nuestro sistema financiero.



## 7. REFERENCIAS

- Acedo Ramírez, M. Á., Ayala Calvo, J. C. y Rodríguez Oses, J. E. (2005). Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las pymes. Análisis empírico de las empresas por tamaños. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 14(4), pp. 185-200.
- Ahmeti, F. y Burim, P. (2015). A critical review of modigliani and miller's theorem of capital structure. *International Journal of Economics and Management*, 3(6), pp. 1-11.
- Arnal Martínez, Judith y Bravo Álvarez, A. J. (2015). Un breve estudio de la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial. *Boletín Económico de ICE*, (3067), pp. 29-37.
- Baños- Caballero, S., García Teruel, P. J. y Martínez-Solano, P. (2014). Estrategias de financiación de las necesidades operativas de fondos y rentabilidad de la empresa. *Universia Business Review*, (44), pp. 104-121.
- Barbero Navarro, J. L. (2007). *Factores de crecimiento de las pymes españolas*. Fundación EOI.
- Bellina Yrigoyen, J. E. (2004). Dificultades crediticias de las pymes derivadas de la información asimétrica. *Invenio*, 7(13), pp. 1-24.
- Benito Mundet, H. y Maldonado Gutiérrez, D. (2015). La financiación colectiva y su papel en el mundo de la empresa. *Análisis Financiero*, (129), pp. 68-78.
- Berges, Á. y Ontiveros, E. (2014). Financiación de la economía, bancarización frente a mercados. *Mediterráneo Económico*, (25), pp. 195-211.
- Cabrer Borrás, B. y Rico Belda, P. (2015). Determinantes de la estructura financiera de las empresas españolas. *Estudios de Economía Aplicada*, 33(2), pp. 513-532.
- Calderón Patier, C. y González Lorente, Á. (2012). Políticas Públicas para incentivar el acceso a la financiación de las pymes en España: El Mercado Alternativo Bursátil (MAB). *REVESCO: Revista de Estudios Comparativos*, (109), pp. 81-109.
- Callejón, M. y Segarra, A. (2012). Instrumentos públicos de apoyo a la financiación de la pyme: hechos, crítica y propuestas. *Pequeña y mediana empresa: impacto de la crisis en su financiación*, pp. 259-279.
- Calvo-Silvosa, A. y Boedo Vilabella, L. (1997). Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptima de las PYMES. *Revista europea de dirección y economía de la empresa*, 6(1), pp. 107-124.
- Camacho Clavijo, S. (2016). El crowdfunding: régimen jurídico de la financiación participativa en la ley 5/2015 de fomento de la financiación empresarial. *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, (17), pp. 85-115.

- Camisón, C. y De Lucio, J. (2010). La competitividad de las pymes españolas ante el reto de la globalización. *Economía Industrial*, 375, pp. 19-40.
- Canto-Cuevas, F. J., Palacín Sánchez, M. J. y di Pietro, F. (2016). Efectos del ciclo económico en el crédito comercial: el caso de la Pyme española. *European Research on Management and Business Economics*, 22(2), pp. 55-62.
- Casanovas Ramón, M. (2011). Alternativas de financiación no tradicionales para Pymes. *Nuevas tendencias en financiación empresarial: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*, 12, pp. 95-112.
- Casasola-Martínez, M. J. y Cardone-Riportella, C. (2009). "Too Important to fail": ¿Favorecen las relaciones bancarias la situación crediticia de las PYMES españolas? *Universia Business Review*, (24), pp. 12-29.
- Cazorla Papis, L. y Cano Guillén, C. J. (2000). *El capital riesgo como instrumento de apoyo a la pyme* (trabajo de fin de grado). Universidad de Almería, Andalucía, España.
- Cuesta, C., Fernández de Lis, S., Roibas, I., Rubio, A., Ruesta, M., Tuesta, D. y Urbiola, P. (2014). *Crowdfunding en 360º: alternativa de financiación en la era digital*. Recuperado de: <https://www.bbva-research.com/wp-content/uploads/2014/10/Observatorio-crowdfunding-vf.pdf>
- De la Fuente Cabrero, C., Laguna Sánchez, M. y Villacé Molinero, M. T. (2013). Morosidad, solvencia y acceso al crédito de las PYMES en la crisis económica española. *Esic Market Economics and Business Journal*, 145(44), pp. 209-226.
- De la Mata, G. (2005). Nuevos instrumentos financieros de apoyo a la financiación de las pequeñas y medianas empresas como estrategia de desarrollo local. *Análisis Local*, 58, pp. 57-72.
- De las Heras Ballell Rodríguez, T. (2013). El crowdfunding: una forma de financiación colectiva, colaborativa y participativa de proyectos. *Revista pensar en Derecho*, 2(3), pp. 101-123.
- De los Ríos, Sastre, S. y Sáenz-Díez Rojas, R. (2016). Tendencias actuales en la financiación de la pyme y emprendedores. Breve actualización de las iniciativas estatales públicas de capital riesgo en España. *Revista española de capital riesgo*, (5), pp. 131-155.
- Comisión Europea (2005). *Guía del Usuario Sobre la Definición del Concepto de Pyme*. Recuperado de: <https://publications.europa.eu/es/publication-detail/-/publication/79c0ce87-f4dc-11e6-8a35-01aa75ed71a1>
- Fernández Iglesias, E. (2010). *El descuento bancario: características y dimensión de la estructura financiera* (trabajo de fin de grado). Universidad de La Coruña, Galicia, España.

- Fernández, Z. y Revilla, A. (2010). Hacer de la necesidad virtud: los recursos de las pymes. *Economía Industrial*, 375, pp. 53-64.
- Fracica Naranjo, G. (2009). La financiación empresarial y la industria del capital riesgo: estructura y conceptos. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, (66), pp. 31-66.
- García Mandaloniz, M. (2003). *La financiación de las PYMES*. Cizur Menor: Thomson Aranzadi.
- García Pérez de Lema, D. (2002). Factores determinantes de la eficiencia y rentabilidad de las pyme en España. *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, (60), pp. 35-36.
- García Stuyck, M. (2010). El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pyme. *Revista Española de Capital Riesgo*, (1), pp. 1-6.
- García-Vaquero, V. y Roibas, I. (2018). La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas. *Boletín Económico DIC*, pp. 1-13.
- Ghosh, A. (2017). *Capital structure and firm performance*. Nueva York: Routledge.
- Giralt, A. y González Nieto, J. (2012). Financiación de la pyme en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB. *Papeles de la Fundación*, 45, pp. 235-258.
- Gómez Churruca, R. y Cerqueira de Gouveia, I. (2015). Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa. *Instituto de Estudios Financieros*, 19, pp. 1-19.
- Igual, D. (2008). *Conocer los productos y servicios bancarios: productos de tesorería, de inversión, de financiación, leasing, factoring, reting, tarjetas*. Barcelona: Profit Editorial.
- Iturrioz del Campo, J. (2000). La financiación de las Sociedades de Garantía Recíproca. *REVESCO: Revista de Estudios Cooperativos*, (72), pp. 125-150.
- Jara Corrales, E. M. y Palacín Sánchez, M. J. (2012). ¿Cómo es el Mercado Alternativo Bursátil en España? *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles*, (193), pp. 64-76.
- Jiménez de Cisneros Quesada, M. d. (2016). *Fiscalidad de las empresas de reducida dimensión* (tesis doctoral). Universidad de Granada, Andalucía, España.
- Jiménez Zuriaga, I. (2013). La financiación de pymes y la crisis. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, pp. 183-218.
- 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 y por la que se modifica la Ley

- 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 13 de noviembre de 2014).
- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE 28 de noviembre de 2014).
- Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (BOE 28 de abril de 2015).
- López Pascual, J. (2014). Evolución y Análisis de la Financiación de la Pyme en España. *Información Comercial Española, ICE*, (879), pp. 113-122.
- Marín Cantador, S. M. y Serrano Espejo, L. (2017). *Alternativas de financiación de las PYMES en España* (trabajo de fin de grado). Universidad de Córdoba, Andalucía, España.
- Martí Pellón, J. (2018). Asimetría informativa y financiación de pymes: el papel de los préstamos participativos. *ICE, Revista de Economía*, (904), pp. 71-83.
- Martínez López, S., García- Gutiérrez Fernández, C. y Lejarriaga Pérez de las Vacas, G. (2010). Las dificultades de financiación de las empresas de participación ante la crisis económica: la creación de una entidad financiera de crédito como alternativa. *REVESCO: Revista de Estudios Alternativos*, (100), pp. 11-42.
- Martínez Martín, M. I., Santero Sánchez, R., Sánchez Enríquez, L. y Marcos Calvo, M. Á. (2009). *Factores de competitividad de la pyme española 2008*. Fundación EOI, pp. 1-163
- Mavila, D. (2003). Leasing financiero. *Industrial Data*, 6(1), pp. 86-88.
- Mendizabal Zubeldía, A., Lertxundi Lertxundi, A. y Garmendia Ibáñez, J. (2011). Análisis del Impacto de la Crisis sobre el Racionamiento de Crédito de las Pyme en España. *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, 21, pp. 59-73.
- Mínguez Prieto, R. y Buil Aldana, I. (2014). Restricción crediticia, sistema financiero "en la sombra" y mercado distressed: una aproximación a sus principales aspectos regulatorios, legales y prácticos. *Revista de Derecho de Mercado de Valores*, (14), pp. 1-56.
- Monserrat Casanovas, R., Bertrán, J. y Betrán Jordana, J. (2015). *La financiación de la empresa: cómo optimizar las decisiones de financiación para crear valor*. Profit Editorial.
- Ordiales, I. (2015). El sector financiero y el acceso de las pymes al crédito, una restricción a la creación de empleo, *Nueva Etapa*, (24), pp. 262-281.
- Payo Alcázar, I. y Pérez Cimarra, P. (2016). Mejorando la financiación de las pymes. *Cuadernos de Información Económica*, (254), pp. 1-67.

- Pérez López, C. (2009). *La crisis financiera y la financiación de las pyme. El papel de las sociedades de garantía recíproca* (trabajo de fin de grado). Universidad de Sevilla, Andalucía, España.
- Pérez Molina, A. (2017). *Sistemas financieros y financiación de las pymes en España y Europa* (trabajo de fin de grado). Universidad de Sevilla, Andalucía, España.
- Pérez Ybarra, J. A. (2012). La política industrial y la Pyme en España: la relevancia del territorio. *Revista de Estudios Empresariales. Segunda Época*, (1), pp. 27-39.
- Piñeiro Becerra, J. M. (2010). La financiación a las pymes antes y después de la crisis. *Bolsa: revista mensual de bolsa y mercados españoles*, 184, pp. 40-46.
- Polar, N. (2000). Ventajas y desventajas del contrato de arrendamiento financiero. *THEMIS: Revista de Derecho*, (41), pp. 345-358.
- Ramón Pintado, T., García Pérez de Lena, D., Cerdón Portillo, A., Hurtado, F. y Sánchez, E. (2006). La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos. *Economía Industrial*, (362), pp. 155-164.
- Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas (BOE 21 de noviembre de 2007).
- Ribaya Mallada, F. J. (2010). El coste de las fuentes de financiación a corto plazo. *Saberes. Revista de estudios jurídicos, económicos y sociales*, 8, pp. 1-45.
- Ríos Vinaixa, M. (2014). *Instrumentos de apoyo para la financiación de las pymes* (trabajo de fin de grado). Universidad Politécnica de Valencia, Comunidad Valenciana, España.
- Rodríguez Salazar, P. y Mantilla Garcés, D. M. (2016). Restricciones financieras de las pequeñas y medianas empresas. *Revista Publicando*, 3(9), pp. 479-493.
- Rojas, A. y López Samoza, J. (2013). Alternativas de financiación para las pymes. *Cuadernos de Información Económica*, (232), pp. 21-28.
- Rosell Lastortras, J. (2015). Retos de futuro de las pymes españolas. *ICE, Revista de Economía*, (885), pp. 45-55.
- Rubio González, A., Ruesta Baselga, M., Montañez Núñez, M. y Ulloa Ariza, C. (2015). La financiación de las pymes españolas. *ICE: Revista de Economía*, (885), pp. 133-150.
- Sánchez Graells, A. (2012). *Fundamentos de derecho empresarial. Tomo III. Contratación mercantil*. Cizur Menor: Aranzadi.
- Santero Sánchez, R., de la Fuente Cabrero, C. y Laguna Sánchez, P. (2016). Efectos de la crisis sobre la financiación bancaria del emprendimiento. Un análisis de las

microempresas españolas desde el sector de las Sociedades de Garantía Recíproca. *European Research on Management and Business Economics*, (22), pp. 88-93.

Seco Benedicto, M. (2008). *Capital riesgo y financiación pymes*. EOI. Esc. Organiz. Industrial.

Sglitz, J. E. (2009). Razones por las que es relevante la estructura financiera. *RAE: Revista Asturiana de Economía*, (43), pp. 49-57.

Soto Moya, M. D. (2016). Incentivos a la financiación empresarial: el caso particular de los business angels en España. *Cooperativismo y Desarrollo*, 24, (108), pp. 1-25.

Suárez Suárez, S. (1975). La pequeña y mediana empresa. Sus aspectos financieros. *Revista de Economía Política*, (70), pp. 7-33.

Tirados González, R. M. y Medina Rojas, S. (2011). Evolución de las empresas industriales españolas en la primera década del siglo XXI. *Economía Industrial*, (380), pp. 23-32.

Trillas Fonts, A. (2016). Préstamos en masa, un "boom" útil... con riesgo. *Alternativas Económicas*, (36), pp. 6-11.

Yang, P. (2002). *Contrato de leasing* (tesis doctoral). Universidad de Belgrano, Buenos Aires, Argentina.