



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, ICADE

El reto de la financiación para la pyme familiar española: el préstamo directo como complemento a la financiación bancaria.

Autor: Pablo Domenech Basarrate
Directora: Susana López Carabias

MADRID | MARZO 2024

Resumen

La empresa familiar cuenta con una presencia significativa dentro del tejido empresarial español compuesto por la pequeña y mediana empresa (pyme). Entre los numerosos retos que enfrenta la pyme familiar, el acceso a la financiación tiene una importancia esencial. La caracterización de la empresa familiar implica una serie de preferencias en cuanto a las decisiones de financiación, que cabe esperar que sean ordenadas según la teoría jerárquica de financiación. El sector bancario ha protagonizado el mercado de financiación de la pyme en España. Sin embargo, principalmente desde la crisis de 2008, la disponibilidad de crédito para estas empresas ha experimentado una significativa disminución, junto con otras repercusiones negativas. Ante este escenario, resulta imperativo buscar alternativas complementarias al financiamiento bancario para satisfacer las necesidades financieras que este no puede cubrir. Tras el estudio de diferentes alternativas clásicas, se proponen los fondos de inversión privada como solución. En particular, se propone del préstamo directo a través de los fondos de deuda privada, dada su afinidad con las preferencias de financiación de las empresas familiares y su capacidad para complementar las operaciones bancarias tradicionales.

Palabras claves: Empresa familiar, Pequeña y Mediana empresa, Teoría Jerárquica de Financiación, Financiación Bancaria, Fondos de Deuda Privada, Préstamo Directo.

Abstract

Family-owned business have a considerable presence within the Spanish economy, composed mainly of small and medium-sized enterprises (SMEs). Among the numerous challenges faced by these family-owned SMEs, access to financing is of great importance. Characterizing the family-owned enterprise involves a set of preferences regarding financing decisions, which will be ordered according to the pecking order theory. The banking sector has played a prominent role in SME financing in Spain. However, primarily since the 2008 crisis, the availability of credit for these enterprises has experienced a significant decline, along with other negative repercussions. Given this scenario, it is imperative to seek complementary alternatives to bank financing. After studying various classical alternatives, private investment funds are proposed as a solution to the problem. In particular, private debt funds who act as direct lenders are highly recommended as a solution, given their alignment with the financing preferences of family-owned businesses and their ability to complement traditional banking operations.

Key Words: Family-owned businesses, Small and Medium enterprises, Pecking Order Theory, Bank Financing, Private Debt Funds, Direct Lending.

Índice

1. Introducción

- 1.1. Objetivo
- 1.2. Justificación del estado en cuestión
- 1.3. Metodología
- 1.4. Estructura

2. Concepto y estudio descriptivo de la empresa familiar

- 2.1. Concepto de empresa familiar
- 2.2. Naturaleza de la empresa familiar
- 2.3. Presencia y clasificación de la empresa familiar en España

3. Fuentes de financiación clásicas

- 3.1. Tipología
- 3.2. La relevancia de la financiación bancaria para la pyme familiar
 - 3.2.1. La teoría jerárquica de la financiación
 - 3.2.2. Contextualización y limitaciones de la financiación bancaria

4. Soluciones de financiación a través de los fondos de inversión privada

- 4.1. Tipología de fondos de inversión privada
 - 4.1.1. Los fondos de capital privado
 - 4.1.2. Los fondos de deuda privada
- 4.2. Propuesta del préstamo directo como complemento a la financiación bancaria

5. Caso práctico: estudio de las necesidades de financiación de una pyme familiar en Madrid.

- 5.1. Modelo de negocio y análisis del histórico
- 5.2. Análisis financiero de las proyecciones
- 5.3. Propuesta del préstamo directo como solución al caso y limitaciones

6. Conclusiones

7. Limitaciones

Bibliografía

1. Introducción

1.1. Objetivo

El objetivo principal de este trabajo es proponer el préstamo directo concedido a través de los fondos de deuda privada como el complemento a la financiación bancaria que más se ajusta a las preferencias de la pyme familiar. Como objetivos secundarios, se pretende mostrar la caracterización general de la empresa familiar en cuanto a sus decisiones de financiación. Asimismo, plantear una perspectiva crítica de la insuficiencia de las fuentes de financiación clásica en el servicio a las necesidades de financiación de la pyme. También, se quiere dotar de sinceridad al trabajo reconociendo las numerosas ventajas que tienen diferentes vías de financiación dependiendo de los factores que rodeen a la empresa.

1.2. Justificación del estado en cuestión

La actividad y desempeño de la pyme familiar tiene un considerable peso para el tejido empresarial español. Tradicionalmente, la caracterización de la pyme familiar inclinaba a estas empresas a optar por la autofinanciación. No obstante, dada las limitaciones de esta vía de financiación, provocan que la banca desempeñe un rol fundamental como financiador. La evolución del sector bancario ha provocado complicaciones en el acceso y endurecimiento en las condiciones de concesión para este tipo de empresas. En definitiva, la oferta crediticia que otorgaba la banca al mercado de financiación se ha visto reducida y la demanda de financiación persiste. Por ello, existen necesidades de financiación que deben ser solucionadas. La financiación para la empresa supone un factor importante para acometer nuevas inversiones, gestionar el capital circulante y reestructurar amortizaciones de deuda. Ante la carencia en el mercado de financiación, se reconocen numerosas tipologías de financiación alternativa a la banca. Debido a la afinidad con la caracterización de la pyme familiar y su relación de complementariedad con la banca, se proponen los fondos de deuda privada en su modalidad de prestamistas directos como solución al problema descrito.

1.3. Metodología

La defensa de la proposición de los prestamistas directos como solución se estructurará de forma deductiva. El trabajo se fundamenta a partir de datos cualitativos y cuenta con el apoyo de ciertos cuantitativos. En cuanto al análisis cualitativo, se consultan principalmente artículos académicos a través de la herramienta Google Scholar. Siguiendo, se consulta información de páginas web constituidas por organizaciones dedicadas a la empresa familiar española además de periódicos. En estas herramientas de búsqueda, se han utilizado palabras clave como “Financiación empresa familiar”, “Fondos de Deuda Privada”, “*Pecking order theory*”, “La autofinanciación”, “La Consolidación en el Sector Bancario”. Para finalizar el aspecto cualitativo, se han llevado a cabo dos entrevistas en profundidad. Estas entrevistas proporcionan una comprensión más profunda de las preferencias de financiación de la pyme, así como de las dinámicas de un prestamista directo con un enfoque en la pyme española

Respecto de la información cuantitativa, se presentan datos del ministerio de industria y de organizaciones oficiales. Finalmente, el caso práctico contiene estados financieros abreviados que han sido facilitados por una pyme familiar de Madrid. El caso está blanqueado por cuestiones de privacidad empresarial.

1.4. Estructura

En términos generales el trabajo sigue una estructura lógico-deductiva a partir de una hipótesis principal. La hipótesis se construye contrastando de las características generales que presentan los negocios familiares según la literatura, con la teoría jerárquica de la financiación (*pecking order theory*). Para ello, se ha realizado un análisis crítico en cuanto a la oferta que proporciona a la pyme de las fuentes de financiación clásicas. Inclusive, en dicho apartado se estudian los intentos de aumentar las soluciones con la creación de mercados tanto de capitales como deuda. Tras el análisis general, se llega a la conclusión de la importancia de la banca para la pyme familiar, conclusión que es avalada por la teoría jerárquica de la financiación. Por ello, se contextualiza la situación del mercado de financiación bancario para mostrar la necesidad de contar con alternativas de financiación empresarial.

En este trabajo de fin de grado, se analiza el rol que pueden desempeñar los fondos de inversión privada. La clasificación genérica dentro de los numerosos tipos que existen

se establece en base a la afectación a la estructura de capital que tienen dichos vehículos. Después de establecer el marco teórico que envuelve el contenido de los fondos de inversión privada en sus dos principales manifestaciones, se realiza una propuesta a optar por los prestamistas directos dentro de los fondos de deuda privada. En la referida propuesta, se discute en un caso hipotético el contenido descrito hasta dicho punto para mostrar el encaje de los prestamistas directos para la pyme familiar española. Seguidamente, se realiza un estudio real de una pyme familiar madrileña para mostrar el encaje teniendo en cuenta un análisis cualitativo de la compañía y cuantitativo de sus estados financieros.

2. Concepto y estudio descriptivo de la empresa familiar en España

2.1. Concepto de empresa familiar

En esta primera aproximación para contextualizar el objetivo del trabajo, se pretende definir el concepto empresa familiar y mostrar su relevancia como motor del tejido empresarial español. Además, se desarrollará en líneas generales el comportamiento del equipo directivo, así como las principales dificultades que afrontan estas empresas en su gestión. De entre los numerosos retos que enfrentan las Pymes familiares, nos centraremos en el acceso a la financiación de su actividad teniendo en cuenta sus preferencias.

El término *empresa familiar* es un concepto abierto, lo que explica la numerosa cantidad de definiciones que existen al respecto. Como aproximación para solucionar esta ambigüedad podemos distinguir entre una caracterización en sentido “amplio”, “intermedio” y “restrictivo” (Shanker y Astrachan, 1996). En sentido amplio, se caracteriza la empresa familiar por aquella donde la dirección estratégica de la compañía es llevada por los miembros de la familia de forma prolongada en el tiempo. En un sentido intermedio, se engloban todas aquellas donde los miembros de la familia además de participar en la dirección estratégica implementan la ejecución de las decisiones y se involucran en la gestión. Finalmente, en sentido restrictivo, solo consideraríamos familiar aquella donde los miembros familiares han desempeñado un rol en el equipo de gestión y ejecución durante generaciones.

Por parte Comisión Europea, en el documento referenciado del IEF, se han recogido una serie de criterios específicos para delimitar este concepto:

- I) “La mayoría de las acciones con derecho a voto son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la compañía; o son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa; o son propiedad de sus cónyuges, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s).
- II) La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta.
- III) Al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía.
- IV) A las compañías cotizadas se les aplica la definición de empresa familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía (su capital social), o sus familiares

o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social.” (Instituto de la Empresa Familiar, S.F.)

Como vemos, todas estas definiciones comparten tres rasgos característicos a tener en cuenta que son: i) participación accionarial de miembro/s pertenecientes a la familia en la empresa; ii) desarrollo de un rol proactivo y directo en la gestión empresarial; iii) espíritu de conservación del negocio desarrollado.

2.2. Naturaleza de la empresa familiar

Para entender la empresa familiar, podemos analizarla como un sistema donde intervienen tres componentes: la familia, la organización empresarial y los miembros. (Habbershon *et. al.* 2003). Por lo tanto, esta composición empresarial marcada por la presencia de la familia provocará que tanto sus objetivos, decisiones de inversión y financiación, su perfil de riesgo, etc. no coincida de forma general con el de sus homólogas no familiares (Sharma *et. al.* 1997). En definitiva, es conveniente entender la interacción entre los distintos componentes que conforman el sistema para tratar de comprender la naturaleza de este tipo de empresas. El sistema expuesto no se estructura como partes estancas de un todo. Los distintos componentes van a afectarse de manera circular lo que influye significativamente en el desempeño de la empresa. En la literatura existente no predomina una idea sobre si la intersección de estas realidades genera beneficios para la empresa o la perjudica en su desempeño. De todas formas, en líneas generales, la consideración de familiar implica que de forma inherente a su condición llevan impreso la idea de visión a largo plazo lo que las hace más fuertes en periodos de recesión del ciclo económico (Macheck *et. al.* 2019).

Habiendo señalado esta ventaja, las empresas familiares deben enfrentarse a un doble reto: negocio y familia. Si bien puede conllevar ventajas, supone también dificultades que la empresa no familiar están exentas de superar. Como factor diferencial, la generación de conflictos se va a centrar en el choque entre el ámbito profesional y emocional que es intrínseco en la familia. Estos dos factores habrán de coexistir y combinarse con independencia del momento en el que se encuentre la empresa familiar lo que es un factor clave para el éxito de estas organizaciones. De acuerdo con (Siakas *et. al.* 2014), el factor familiar emocional tendrá más fuerza sobre el factor empresa del que este último tendrá sobre la familia. Por ello, la clave para la familia va a residir en cómo

gestione las perturbaciones en su seno más que la propia gestión de la empresa aisladamente. Estas diferencias situacionales respecto de la empresa no familiar, lleva a grandes discrepancias en casuísticas que debe abordar el equipo de gestión.

De forma general, la siguiente tabla muestra una serie de diferencias en la gestión de la empresa familiar que ayuda a entender el proceso de decisión en esta tipología de empresas. Entrando a la tesis propósito de este trabajo, se aprecian en la tabla 1 contrastes entre la empresa familiar y no familiar que ayudan a entender las decisiones de financiación que toman las empresas familiares. Como destacamos en este apartado, la tendencia de este tipo de empresas es abogar por objetivos a largo plazo, sucesión familiar, aversión al riesgo y deseo de control. Todo ello, son factores claves que afectan a la hora de tomar decisiones de financiación.

Tabla 1: Contraste de la empresa familiar y no familiar de elaboración propia adaptado

Concepto	Empresa No Familiar	Empresa Familiar
Objetivo principal	Beneficios económicos	Creación de empleos; sucesión
Los miembros se unen por	Principalmente por intereses monetarios	No sólo monetarios, además por afectos y valores
La visión se basa en	Administrador o consejo de administración	Fundador o propietario
Planificación estratégica	Tendencia a mediano y largo plazo	Tendencia a corto plazo
Toma de decisiones	Base racional; técnicas o modelos de management	Base razonable; experiencia o sentido común
Jerarquía	Burocrática y lenta; riesgosa	Centralizada y rápida
Comunicación formal	Escrita	Oral y escrita
Organización interna	Formal	Pragmática
Contratación de personal	Por sus conocimientos y experiencias	Por su pertenencia a la familia
Los miembros son evaluados	Por lo que hacen	Por lo que son
Las actividades de propiedad y dirección	Se encuentran separadas	Se encuentran estrechamente relacionadas
Sucesión	Decisión colectiva; administrativa y racional	Decisión más bien individual; compleja afectivamente
Propiedad basada en	Patrimonio financiero	Patrimonio financiero, cultural y familiar

Fuente: Adaptado de *Cultura y Organización de la empresa familiar*, por Rendón, 2014.

Aunque se detallará en el apartado 3 del trabajo, con el fin de comenzar la aproximación a la tesis principal, las empresas familiares pueden financiarse bien por recursos propios o recursos ajenos. En general, todo aquello que supone la financiación por recursos propios baja el perfil de riesgo financiero y no diluye el control del accionariado (siempre y cuando no se realicen ampliaciones de capital con terceras partes). No obstante, en ocasiones el desempeño de la empresa impide este tipo de financiaciones y puede limitar su crecimiento. Por otra parte, la financiación ajena cuenta

con numerosas ventajas para el desarrollo empresarial, pero tiene determinadas incompatibilidades con la filosofía mayoritaria de la empresa familiar.

2.3. Presencia y clasificación de la empresa familiar en España

La empresa familiar constituye una forma de organización prominente en las economías de todo el mundo. Aproximadamente, la empresa familiar representa en torno a un 75% de las empresas mundialmente, además contribuyen en un 70% y 90% al PIB global y cerca del 70% del empleo (The Family Advisory Board, 2019).

La realidad es que esta influencia global puede trasladarse a la mayor parte de mercados siguiendo una distribución geográfica y el caso de España, no es diferente. Con datos de 2022, en España contamos con 1,1 millones de empresas familiares, lo que supone en términos relativos un 88,8% del total de las empresas activas. En concreto, aportan el 57,1% del producto interior bruto del sector privado y crean el 66,7% de empleo privado, lo que supone un total de 6,58 millones de puestos de trabajo (Instituto de la Empresa Familiar, S.F.) Las cifras son considerablemente significativas, es por ello, que el desempeño de estas empresas impactará considerablemente en la economía nacional. Centrando el análisis a la Comunidad de Madrid, vemos en la tabla 2 datos algo inferiores a la media nacional pero también son cifras considerablemente significativas:

Tabla 2: Distribución porcentual por empresas familiares, empleo que producen y aportación al Producto Interior Bruto (PIB).

	Media Nacional (%)	Comunidad de Madrid (%)	Diferencial (%)
Distribución de empresas	88,8	85,6	-3,2
Distribución por empleo	66,7	54,9	-11,8
Distribución por PIB	57,1	39,2	-17,9

Fuente: De elaboración propia a partir de datos del *Instituto de la Empresa Familiar, S.F.*

En cuanto a la distribución sectorial de las empresas familiares en España respecto las empresas no familiares, muestran mayor concentración en sectores como la construcción (88%), agricultura y ganadería (86%), comercio (86%) y la industria manufacturera (83%). En cambio, vemos una menor presencia en sectores de servicios financieros, inmobiliarios y de seguros (54%) lo cual parece guardar lógica por la naturaleza del servicio ofrecido en este sector (Instituto de la Empresa Familiar, S.F.). Como se desprende de la anterior clasificación, los sectores donde existe una mayor

proliferación de empresas familiares son intensivos en inversiones en activo fijo. Esto quiere decir, que requieren una fuerte inversión inicial para comenzar la explotación. Adicionalmente, existen también obligaciones mantenimiento del inmovilizado. Con ello quiero decir que dichos sectores suelen mostrar cifras de apalancamiento elevadas y tienen poca escalabilidad, salvo que se incurran en nuevas inversiones. Analizándolo desde el punto de vista del mercado de financiación, se deduce que estos sectores serán los principales demandantes pues sin dicha financiación, el crecimiento del plan de negocio no sería viable.

Para acotar las necesidades de este mercado, es un aspecto indispensable comprender el tamaño de las empresas familiares que van a ser estudiadas. Si bien la gran mayoría son de tamaño medio o reducido (Serra *et. al.* 2015), existen empresas familiares cotizadas en mercados bursátiles de gran tamaño. En tanto estas últimas presentan necesidades de financiación distintas y encuentran con mayor facilidad el acceso al crédito, serán obviadas en el análisis. En definitiva, nos centraremos en la empresa familiar ubicada dentro del marco de las pymes. Este marco se define principalmente por el volumen de negocio o facturación de la compañía y la cantidad de personas que emplea. De acuerdo con la Comisión Europea 2003, la diferenciación de tamaños empresariales se explica con la tabla 3:

Tabla 3

Tipo de empresa	Nº de empleados	Volumen de negocios	Balance general anual
Microempresas	<10	≤ 2 millones de euros	≤ 2 millones de euros
Pequeñas	<50	≤ 10 millones de euros	≤ 10 millones de euros
Medianas	<250	≤ 50 millones de euros	≤ 43 millones de euros

Fuente: Elaboración propia a partir de la *Recomendación de la Comisión Europea del 6 de mayo, 2003.*

Siguiendo los intervalos propuestos en la tabla 3, se puede afirmar que la mayor parte de las empresas que componen el tejido empresarial español son las Pymes. La siguiente revela la importancia de estas empresas a la economía española: “En el caso de España, el tejido empresarial se basa en la Pequeña y Mediana Empresa que representa un 99,9% del total de empresas españolas.” (Del Olmo García, 2013, p.3).

Dentro de ellas, 70% de las Pymes de la economía española son empresas familiares atendiendo al sentido amplio de su caracterización. En consecuencia, podemos razonar que, si la gran mayoría de empresas son pymes y el 70% lo componen empresas familiares, éstas últimas representan gran parte del motor de la empresa española. Son sobre las empresas que ocupan esta clasificación dónde se centrará el objeto de estudio de este trabajo, pues son aquellas las que encuentran mayores problemáticas a la hora de acceder al crédito bancario dada la evolución bancaria de los últimos años.

3. Fuentes de financiación clásicas

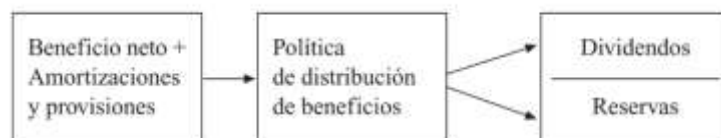
En la literatura consultada, se presentan como fuentes de financiación en cuanto al origen: la autofinanciación, la deuda y el capital externo. La manifestación tipológica de dichas fuentes de financiación ha sido representada históricamente a través de una gran variedad de medios y productos, particularmente en el caso de la deuda bancaria. Esto quiere decir, que existen multitud de servicios crediticios con diferentes fines (descuento de facturas, leasing, renting, factoring...) cuya definición individual excede el objetivo del trabajo, pues dichos productos atienden a necesidades concretas, mientras que el estudio llevado a cabo en este trabajo pretende abordar una necesidad general. En consecuencia, de cara a comprender las soluciones que más se ajustan a la pyme familiar, la clave residirá en distinguir la afectación de cada una a la estructura de capital de la empresa. Con este fin, las características generales de cada tipología de financiación serán contrastadas respecto la teoría de financiación jerárquica que ilustra las preferencias de financiación de la empresa familiar. Antes de dicha explicación, se expondrán las clases de financiación clásicas que pueden clasificarse entre los grupos enunciados en las primeras líneas del capítulo.

3.1. Tipología

- La autofinanciación

La autofinanciación, como su propio nombre indica, consiste en aquella financiación que proviene de la propia empresa. Principalmente, de los recursos que la empresa misma genera en el desempeño de su actividad. Desde un punto de vista técnico-financiero corresponde a la parte del flujo de caja que se reinvierte en la propia empresa. Como vemos en la figura 1, la caja generada en el ejercicio puede destinarse al reparto de dividendos en los accionistas o destinarse a reservas para afrontar nuevas inversiones que la empresa deba acometer.

Figura 1: Origen de los fondos que determinan la política de dividendos



Fuente: Tomado de *Claves del análisis de empresas. Revista de contabilidad y dirección*, 2, 13-51. (p.39), por Amat, 2005.

En términos generales, los accionistas tienden a preferir que los beneficios no distribuidos sean elevados, ya que esto puede aumentar el valor de las acciones y generar mayores retornos para ellos. Sin embargo, desde la perspectiva de la solvencia financiera de la empresa, es preferible que estos beneficios no distribuidos sean reducidos, ya que pueden ser utilizados para fortalecer la posición financiera y la capacidad de la empresa para hacer frente a futuras obligaciones. En ocasiones, puede existir un conflicto de intereses entre los accionistas y la empresa, especialmente si los accionistas adoptan una visión excesivamente cortoplacista (Amat, 2005).

De todas formas, el objetivo del trabajo requiere centrar el análisis de esta fuente de financiación en la empresa familiar. Un factor clave en este caso será la política de dividendos pues determinará el excedente reinvertido en la empresa. La tabla 1 que contiene un resumen de la actitud de la empresa familiar y fue aportado en el capítulo 2, muestra que la visión a largo plazo de la empresa que se alinea con una política restrictiva de dividendos. La literatura consultada comparte también esta aproximación. Según Gallizo Larraz *et.al.* mostró empíricamente contrastando empresas familiares y no familiares con la ayuda de la base de datos SABI que “las empresas familiares tienen mayor preferencia por la autofinanciación que las empresas no familiares, llegando a ella tras un menor reparto de dividendos, característica distintiva de una empresa familiar” (2013, p.42). Otros autores como Blanco Mazagatos *et.al.* (2009) comparten que las empresas familiares tienen una preferencia por financiar sus inversiones utilizando principalmente fondos internos, siendo los beneficios retenidos la fuente principal de estos fondos (p.59).

En cuanto a los aspectos negativos, la autofinanciación es limitada, no aporta ninguna ventaja fiscal y puede generar conflictos con los accionistas. Si bien es cierto que dichas disputas son más infrecuentes recordemos que a propiedad familiar puede dar lugar a conflictos de poder significativos, ya que se entrelazan las disputas inherentes a la empresa con las de la familia. También, por cuestiones desempeño de la empresa o la intención de acometer nuevas inversiones la autofinanciación puede ver acotado su campo de actuación dentro de la empresa.

- La deuda

Cuando la autofinanciación no es suficiente para soportar la actividad de la empresa se deben acudir a otras vías de financiación. Así lo establece Blanco Mazagatos *et.al.* (2009): “Sin embargo, los recursos económicos necesarios para financiar la expansión de la empresa con frecuencia superarán las posibilidades de crecimiento orgánico, lo que forzará a la dirección familiar a recurrir a otras alternativas financieras como puede ser la deuda” (p. 59). De hecho, la introducción del trabajo ya señalaba que, tradicionalmente, las pymes han recurrido al crédito bancario como uno de los principales recursos para financiar su modelo de negocio (Canto-Cuevas *et. al.* 2016). Conocido es que la banca ha tenido un papel siempre relevante como fuente de financiación clásica. Ofrece una gran variedad de productos tanto para soluciones de financiación a largo como corto plazo. Todo ello, sumado a la gran cantidad de dinero bajo gestión que poseen les hace posicionarse como los principales financiadores en el mercado y no iba a ser distinto en el caso de la pyme.

Junto con los beneficios fiscales que supone la deuda, también permite acometer nuevos proyectos de inversión maximizando el retorno para el accionista a través del efecto del apalancamiento y cubrir las necesidades de capital circulante. De todas formas, el uso de la deuda aumenta también el riesgo del accionista porque cierta parte de la generación de caja irá destinada al repago de las obligaciones crediticias (Carmen Galve, 2003). Teniendo en cuenta la importancia reputacional de las familias y el deseo de permanencia y sucesión, aumentar la posibilidad de riesgo de quiebra en aras de un incremento del retorno o expansión del negocio resultaría difícil de imaginar en la mayoría de las ocasiones.

Según un estudio de (Miller *et. al.* 2013) en el que se ha realizado un estudio muestral de empresas familiares, la influencia familiar determina en cierto modo el grado de aversión al riesgo y, por tanto, afectará a la cantidad de deuda que asuma la empresa. Como literatura adicional comparable, tras un estudio de 523 empresas familiares colombianas (González *et. al.* 2013) afirman que: “results show that debt levels are lower when families are involved in management [los resultados muestran que los niveles de deuda son menores cuando las familias intervienen en la gestión]” Esto es, a mayor presencia en el equipo de dirección de personal familiar, las organizaciones presentaban niveles más bajos de apetito de riesgo por lo que estas eran menos afines a acceder a

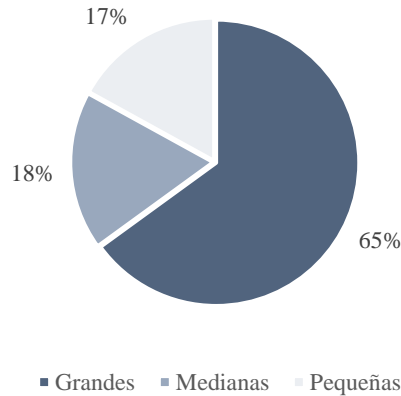
financiación ajena por el incremento en el riesgo de quiebra. Aun siendo esto cierto, la realidad es que la pyme familiar mantiene un fuerte vínculo con la banca. Este vínculo ha venido deteriorándose desde la crisis de 2008 como desarrollaremos hasta tal punto que: “las empresas familiares, pymes en su gran mayoría, han tenido que afrontar en la última década una crisis económica y financiera ante el estancamiento del sistema de financiación bancaria tradicional” (Bueno, 2019). El deterioro ha propiciado una evolución negativa en el acceso y las condiciones del crédito bancario que será explicada y sustentada con datos en el capítulo 3.2.1.

Como fuente clásica de deuda, las emisiones de bonos han sido históricamente una herramienta de financiación empresarial. En España contamos con un mercado de emisiones de deuda con poco peso relativo comparado con países como Francia, Finlandia, Austria y Portugal (Pascual, 2014). No obstante, la oferta de este mercado para las pymes ha tratado de incrementarse. Como principal medida, se creó el MARF en octubre de 2013 para reducir la independencia de la pyme en la financiación bancaria. Leemos en un relevante artículo sobre la contribución del MARF al crecimiento empresarial: “Con la creación de este mercado, que facilita la emisión de diferentes valores negociables de deuda a corto y a largo plazo, se planteó dar respuesta a la deficiencia puesta de manifiesto con la crisis de 2008: la excesiva dependencia de las empresas españolas de la financiación bancaria” (Palacín Sánchez *et. al.* 2021, p.2). Esto es, estamos ante un mercado organizado que opera ofreciendo fondos ajenos en forma de deuda para soluciones tanto a largo como corto plazo. Este mercado con variedad de productos crediticios beneficia tanto a inversores y como a la economía. Específicamente para la empresa, permite diversificar las fuentes de financiación y estructuras de amortización y, también, mejorar su poder de negociación con la banca. (Palacín Sánchez, 2021).

No obstante, a pesar del propósito con el que nació este mercado, en la práctica su composición está concentrada en empresas de un tamaño considerable y con un perfil crediticio significativamente sólido. Según un informe de (2020) del BME y siguiendo los criterios por número de empleados de la CE ya definidos en el capítulo dos del trabajo, la distribución por tamaño es la mostrada en la figura 2:

Figura 2: Distribución porcentual de las empresas del MARF por número de empleados.

Distribución de empresas del MARF por nº de empleados

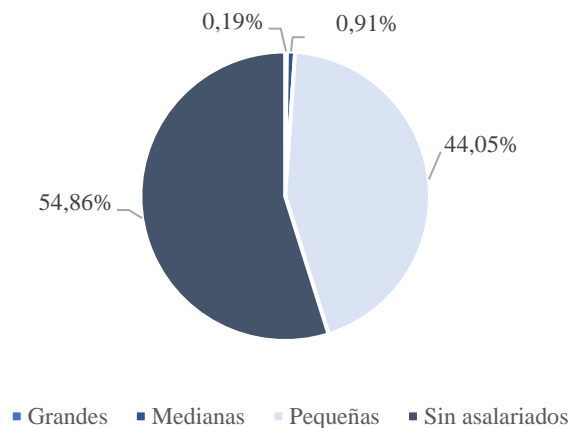


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Bolsa de Mercados y Valores (2020)

El gráfico muestra c.65% de las empresas del MARF tienen más de 250 empleados lo que dista de la mayoría de las pymes que existen en el país. Tal y como se contrasta en la siguiente ilustración con datos de enero 2024, solo el 0,19% de las pymes españolas cuentan con un número de asalariados superior a 250. Destaca el dato de que más de la mitad, en concreto, el 55% de las pymes no tienen asalariados a su cargo como muestra la figura 3.

Figura 3: Porcentaje de pymes españolas según el número de empleados.

Distribución de Pymes por nº de empleados



Fuente: Elaboración propia a partir de cifras del Ministerio de Industria y Turismo (2022)

Aunque el resto son empresas con un menor tamaño, las cifras financieras y calificaciones crediticias que caracterizan al perfil de empresa que componen el MARF distan considerablemente de la realidad general de la pyme en el país. En concreto, de acuerdo con un artículo de Beka Finance (2020), banco de inversión que ofrece servicios de colocación de deuda en el MARF, el perfil tipo de empresa observada es el que sigue: “i) Facturación superior a 300 millones de euros ii) EBITDA¹ superior a quince millones; iii) apalancamiento financiero² no superior a tres veces EBITDA; iv) *track record* de negocio, posicionamiento sólido en su mercado y a ser posible geográficamente diversificado”. Esta caracterización realizada por la entidad financiera, limita considerablemente el perfil de la pyme en España tanto cualitativa como cuantitativamente. Para avalar esta afirmación, los datos de facturación de la pyme a 2022 son significativos porque muestran que el tamaño que predomina en el conjunto de las pymes es reducido en cuanto a volumen de ingresos. Con cifras de dicho año, el 97,2% de las pymes no superaban los dos millones de facturación. Aquellas con ingresos entre 2 y 10 millones representaron un total del 2,1% mientras y el resto mantenían facturaciones superiores a esos 10 millones, pero especialmente entre 10 y 50 millones existía una mayor concentración de empresas (Ministerio de Industria, 2024).

Tras el análisis realizado, a pesar de que el objetivo de este mercado será en su origen potenciar las vías de financiación para las pequeñas y medianas empresas, la pyme familiar no encuentra una solución en la práctica y plural en ninguno este mercado de financiación.

- El capital externo

Mayoritariamente la inversión con capital externo se ha organizado en mercados de capitales. El origen de los mercados de capital se remonta a 1602. En dicho año la Compañía Holandesa de las Indias Orientales emitió las primeras acciones en la Bolsa de Ámsterdam. Esta fue la primera vez en la historia que una compañía emitió acciones para recaudar capital de inversores. La Compañía holandesa fue de las primeras corporaciones multinacionales y desempeñó un papel fundamental en el comercio colonial de los Países Bajos durante el siglo XVII. Su emisión de acciones marcó el comienzo de la moderna

¹ Earning before interests, taxes, depreciation, and amortization. Esto es, el beneficio antes de la activación de gastos en intereses, impuestos depreciación y amortización.

² Concepto referido a la resta de la deuda total menos la caja dividida entre el EBITDA. Este ratio frecuentemente utilizado es indicativo del apalancamiento financiero y se conoce como deuda financiera neta-EBITDA.

bolsa de valores y sentó las bases para el desarrollo del mercado de capitales en Europa (Goetzmann *et.al.* 2006) Si bien es más moderna que las anteriores fuentes de financiación, es razonable considerarla dentro de las clásicas. En España, no existe una cultura fuerte de inversión en capital como sí existe en los Estados Unidos. Nuestro país cuenta con el IBEX-35 como índice bursátil de referencia, no obstante, las bolsas secundarias se ven relegadas a soportar una actividad reducida (Martín, 2012). Para tratar de superar esta situación, se creó el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

El MAB es “un mercado de valores dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus características” (Bolsas y Mercados, 2008). El MAB ofrece soluciones de financiación mediante la emisión y compra de acciones por parte de inversores que actúan en el mercado. Generalmente en España, la existencia de estos mercados como alternativas bancarias es positiva tanto para la economía general y para los inversores pues les ayuda a acceder a nuevos productos (Pérez, 2009). Como ventajas para las pymes, este mercado ofrece la posibilidad de financiar nuevos proyectos para expandirse, diversificar los riesgos, optimizar la estructura de capital, mejorar la visibilidad, la reputación de la empresa y profesionalizar su gestión (Gill, 2004). Aun reconociendo estas ventajas, la realidad es que esta solución sigue imponiendo exigencias significativas para la pyme familiar y no parece encajar con las tendencias en la distribución de su estructura de capital.

En primer lugar, analizando el MAB, se pueden destacar cuatro limitaciones que encuentran las pymes familiares españolas a la hora de entrar al mercado: “(1) External factors, such as complex formalities, high reporting requirements, ignorance of the stock market, loss of firm’s value (underpricing), (2) Control motives, due to loss of shareholder control, (3) Resistance to change of owner-managers and CEO’s, (4) Lack of specialized resources, due to firm’s size, specific activity sector, etc.” [(1) Factores externos, como formalidades complejas, altos requisitos de informes, desconocimiento del mercado de valores, pérdida de valor de la empresa (subvaloración), (2) Motivos de control, debido a la pérdida de control accionarial, (3) Resistencia al cambio de propietarios-gerentes y CEO, (4) Falta de recursos especializados, debido al tamaño de la empresa, sector de actividad específico, etc.] (Gómez-Guillamón *et. al.* 2014). Refiriéndome a esta cita, cobra especial relevancia para nuestro trabajo la pérdida de control sobre la empresa. Como describiré el punto 3.2.1. el mantenimiento del control accionarial es una de las

principales preocupaciones de la empresa familiar en cuanto a las decisiones de financiación de su actividad. En relación con lo anterior, como señala la dificultad (3) de la cita anterior, un cambio en el equipo directivo o el CEO a raíz de una salida a bolsa entra en profunda controversia con la visión del negocio familiar descrita en este trabajo y justificada en la literatura existente.

Por otra parte, en el artículo de (Gómez-Guillamón *et.al.* 2014) se menciona como este mercado no ha llegado a desempeñar un “papel importante”, por ello, el autor decide estudiar el motivo. En dicho trabajo, se mostró empíricamente que una de las principales causas es el desconocimiento del mercado en la pyme familiar que parece exceder su ámbito operacional y no estar presente como una solución suficientemente sencilla. Por no olvidar los costes y los requerimientos de transparencia que son necesarios para la cotización en este mercado. En conclusión, teniendo en cuenta la caracterización de la empresa familiar, el MAB no ofrece una alternativa de financiación prioritaria para las pymes familiares.

3.2 La relevancia de la financiación bancaria en la financiación de la pyme familiar

3.2.1 La teoría jerárquica de la financiación

Para entender la importancia del papel que realiza la financiación bancaria, debemos aclarar las preferencias que tienen las pymes familiares en cuanto a las decisiones de financiación. En consecuencia, planteamos la teoría jerárquica de financiación para aproximarnos a este estudio. Referenciado el artículo de Janse *et. al.* (2023): “The theory focuses on a hierarchical order in which financing sources are chosen to finance investments. According to this theory, firms prefer internal over external financing. When internal funds are inadequate, bank debt will be used first, and equity funding will be considered as a last resort.” [La teoría se centra en el orden jerárquico en el que las fuentes de financiación son elegidas. De acuerdo con esta teoría, las empresas prefieren la financiación interna a la externa. Cuando los fondos internos no son suficientes, la deuda bancaria será utilizada primero, y la financiación a través de capital será considerada como el último recurso] La preferencia secuencial en el orden de la financiación descrita en esta teoría se acentúa en el caso de la empresa familiar por “el deseo de la familia de mantener el control de la empresa a lo largo de las generaciones” (Blanco Mazagatos *et. al.* 2009, p.58). Por lo tanto, la teoría jerárquica de la financiación se postula como un

criterio válido para buscar alguna solución de financiación alternativa ajustada a las preferencias de la pyme familiar. Para ilustrar el contenido de la teoría descrita, la figura 4 muestra pirámide de decisiones de financiación que siguen las empresas familiares:

Figura 4: Pirámide explicativa del orden de preferencias de financiación de las pymes



Fuente: Elaboración propia a partir de *The capital structure puzzle. The Journal of Finance*, 39(3), 574–592, por Myers, 1984.

Siguiendo la pirámide de prioridades reflejada en la figura 4, en el caso de que la generación de caja propia no fuera suficiente, la pyme familiar tendería a buscar deuda como fuente de financiación. En definitiva, la autofinanciación presenta dos límites principalmente. En primer lugar, limita la capacidad de crecimiento a la caja generada por la empresa. En segundo lugar, ante un mal ejercicio, la empresa no contaría con suficientes fondos y debería recurrir a reservas o ampliaciones de capital internas. Por ello, el uso de financiación adicional puede o bien impulsar la actividad empresarial o permitir alargar su actividad en el tiempo, hecho que la empresa familiar tiene como prioritario.

En consecuencia, ante estos límites, surge la posibilidad de recurrir a la deuda como segunda opción. Principalmente, como ha sido explicado, la pyme acude a la deuda bancaria por su mayor accesibilidad y disponibilidad de fondos. No obstante, dado el contexto bancario que se explicará en el siguiente punto del trabajo, la tendencia es que este recurso se presente cada vez más limitado y exigente para la pyme en España. La dinámica del mercado de financiación es un aspecto fundamental en este estudio, para observar si es suficiente para satisfacer la demanda. Asimismo, como financiación clásica a través de emisiones de deuda, el capítulo ha mostrado al MARF como una medida

insuficiente para atender las necesidades de financiación para gran parte de las pymes principalmente por cuestiones de tamaño.

Finalmente, en el supuesto de no poder contar con ninguna de las dos vías, la participación externa en el capital se presentaría como la única solución. Respecto de las fuentes clásicas, los mercados de capital serían el vehículo por defecto. Aun habiendo estudiado el MAB como un mercado creado *ad hoc* para el tejido de la pyme, se concluyó que no ha resultado tener el alcance deseado. Además, en este estudio enfocado particularmente en la pyme familiar, se debe enfatizar su incompatibilidad. Los motivos han sido expresados en el apartado donde se trataba el mercado en cuestión. De forma resumida, se resumen en la dilución en la dilución de control que experimentaría.

Por lo tratado hasta ahora en el trabajo, se observa que las pymes familiares tienen un dilema a la hora de tomar decisiones de financiación. Dicho dilema lo plantea Jansen *et. al.* (2023) en su artículo que ya ha sido citado con anterioridad al comienzo de este apartado. Por un lado, las pymes familiares tienen la opción de utilizar capital externo adicional, lo que puede reducir la participación accionarial de los propietarios en la empresa. Por otro lado, para evitar la dilución del accionariado, se favorece el uso de la deuda. No obstante, la aversión al riesgo provoca que la empresa adopte actitudes más reticentes hacia la deuda. Básicamente, se presenta el debate entre la pérdida de control o el aumento del riesgo financiero. Este dilema muestra la complejidad de las decisiones financieras en las empresas familiares, ya que deben encontrar un equilibrio entre mantener el control y gestionar el riesgo financiero para garantizar la sostenibilidad y el crecimiento a largo plazo de la empresa.

Como conclusión al dilema, la pyme familiar tiende a priorizar según el orden de preferencias que propone la teoría jerárquica de la financiación. En definitiva, la deuda bancaria ha jugado siempre un papel importante una vez que los recursos propios no son suficientes. Para la corroboración de este orden preferencial, contamos con estudios empíricos como el de Jansen *et. al.* (2023), donde se analizaron 277 empresas familiares entre 2014 y 2018 y se observaba una tendencia general hacia esta teoría jerárquica de financiación. La segunda posición que ocupa la deuda bancaria, le hace soportar un considerable peso del mercado de la financiación corporativa. Como aspecto negativo y particularmente desde 2008, la evolución reciente del sector bancario ha dañado la oferta en el mercado de financiación. El siguiente apartado explicará cuales son los factores claves que han intervenido y las consecuencias negativas para la pyme española.

3.2.2. Contextualización y limitaciones de la financiación bancaria

Dada la importancia, ya mencionada, que tiene la banca en la pyme familiar, debemos centrar el estudio en la evolución del mercado de financiación bancario para determinar la situación en la que se encuentra y su nivel de capacidad para otorgar financiación. En particular, a lo largo de este capítulo del trabajo, se pretende abordar la evolución de las dinámicas de acceso a financiación bancaria, centrándonos exclusivamente en la casuística de las empresas con tamaño de pyme. No resulta necesario distinguir entre si es familiar o no, pues el aspecto diferencial del análisis reside en el tamaño de la empresa.

Para entender la evolución reciente, conviene remontarse al año 2008 y el impacto de la crisis financiera por las “hipotecas *subprime* o basura”. En dicha crisis, los grandes bancos de Estados Unidos y Europa se vieron afectados por la fuerte caída del valor de los títulos de garantía hipotecaria que ellos habían creado (Robin Blackburn, 2008). Esta crisis generó falta de liquidez (*credit crunch*) por parte de los bancos lo que contrajo el acceso al crédito a las empresas y a los particulares, mostrando la debilidad tener pocos pilares de financiación. En este tipo de situaciones extremas, resultaría pertinente contar con soluciones para mejorar el acceso al crédito y que las empresas puedan resistir a momentos críticos de su ciclo de vida. Principalmente, los caracteres que resaltan en el marco del mercado de financiación bancaria actual en consecuencia de las crisis vividas son: i) la consolidación bancaria y ii) el endurecimiento del análisis de crédito y políticas bancarias de concentración de riesgos.

- La consolidación bancaria

Ante dicho desastre bancario en 2008, aparecieron nuevas reformas para reestructurar y fortificar un sector tan fundamental como la banca. Una de las principales medidas que se tomaron desde el Banco Central Europeo (BCE) fue optar por una progresiva consolidación bancaria. de Luis de Guindos, vicepresidente del BCE, “la consolidación bancaria se impone con la finalidad de ser una palanca útil para llevar a cabo los ajustes necesarios en el sistema bancario europeo, que pasan por reducir costes, mejorar la eficiencia y eliminar el exceso de capacidad” (Europa Press, 2020). Atendiendo a cifras concretas, hemos transitado de 55 a 11 grupos bancarios.

Del proceso de consolidación bancaria han surgido diversos efectos, en este apartado, nos centraremos en el derivado del acceso al crédito para las pymes.

Tradicionalmente, la competencia en el sector bancario y la oferta crediticia han mantenido una relación inversa. Como razonamiento general, es lógico concluir que cuando menos entidades bancarias existan, menos oferta de crédito existirá (Carbó *et. al.* 2019). La figura anterior muestra como las Pymes han visto aminoradas sus opciones para acudir al mercado de financiación bancario. Otro factor que perjudica también a las empresas objeto de estudio debido a la consolidación bancaria es el siguiente. En los procesos de fusión, se asumen los créditos que el banco absorbido ha concedido en momentos previos a la absorción. Como consecuencia, las entidades bancarias ven como el riesgo de exposición en los *pools bancarios*³ de su cartera de empresas financiadas incrementa fuertemente. La tendencia natural de los bancos es reducir su grado de exposición en el *pool bancario*, lo que implica una dificultad adicional a las pymes para acceder al crédito.

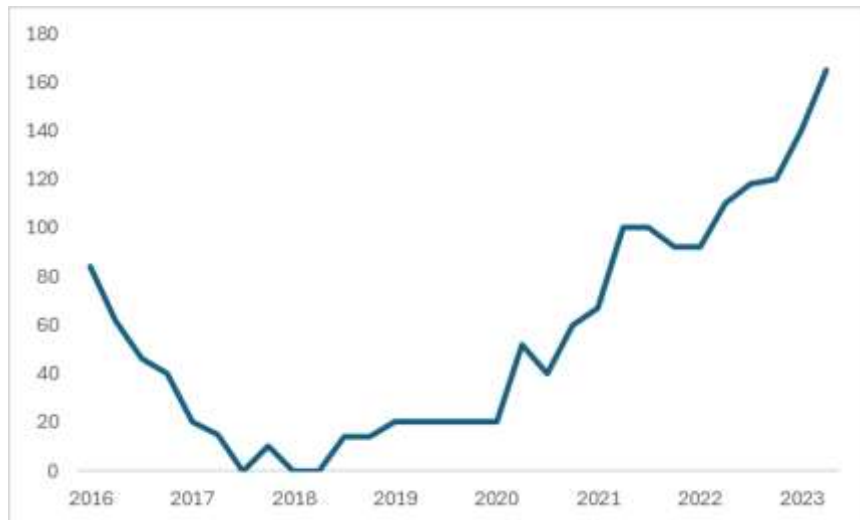
Adicionalmente, de acuerdo con un experimento de sección cruzada realizado en más de 74 países que estudiaba la relación entre la concentración bancaria y el acceso al crédito leemos: “Our results indicate that in more concentrated banking markets firms of all sizes face higher financing obstacles and are less likely to receive bank financing. This effect decreases as we move from small to medium and large firms.” [Nuestros resultados indican que, en mercados bancarios más concentrados, las empresas de todos los tamaños enfrentan mayores obstáculos financieros y tienen menos probabilidades de recibir financiación bancaria. Este efecto disminuye a medida que nos movemos de empresas pequeñas y medianas hacia grandes.] (Hernández-Cánovas *et. al.* 2003). En definitiva, todas las empresas encuentran más dificultades de acceso al crédito en el escenario de descrito, pero son específicamente las empresas de tamaño reducido las que más sufren las consecuencias de la concentración.

Al hilo de lo anterior, atendiendo al informe de financiación de las Pymes de la Confederación Española de la Pequeña Y Mediana Empresa (Barceló, 2023), las solicitudes de crédito rechazadas han incrementado fuertemente los últimos años. Tal y como vemos en la figura 5, los bancos no están atendiendo todas las demandas de financiación de las pymes. En definitiva, estas empresas se ven abocadas tanto a enfrentar problemas en la gestión de sus necesidades operativas de financiación y rechazar

³ Los expertos de Inesem especifican que el *pool bancario* es un informe detallado que una empresa presenta, enumerando todos los acuerdos de financiación que ha celebrado con terceros.

oportunidades de crecimiento por no contar con aliados que confíen en su proyecto empresarial.

Figura 5: Evolución en el número de rechazos de solicitudes de préstamos



Fuente: Adaptado del Informe de Financiación de pymes CEPYME (p.12), por Barceló Larrán, 2023.

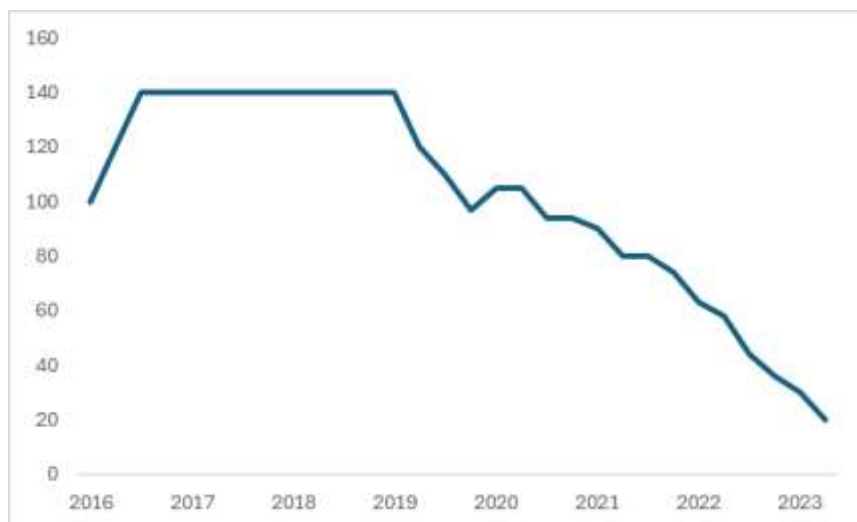
Por otra parte, hay empresas que necesitan nueva deuda para reestructurar su situación financiera actual y poder subsistir, sobre todo tras la aparición de los préstamos del instituto de crédito oficial en la pandemia. En esos casos es difícil que los bancos accedan a otorgar financiación. De tal manera, se hace necesario buscar soluciones complementarias al mercado de financiación bancario para contar con vehículos experimentados en este tipo de escenarios. La importancia de esta búsqueda es clave para ayudar a sostener el tejido empresarial español, en especial, cuando el ciclo económico se muestra desafiante.

- Endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito

La coyuntura económica, sumada a los desastres históricos que se han producido en el sector bancario, ha provocado una disminución del apetito al riesgo de los bancos en el desempeño de su rol como financiadores. Por lo tanto, los comités de riesgos de crédito han incrementado sus exigencias en cuanto a la toma de decisiones de financiación (Davydiuk *et. al.* 2022). Como vemos en la figura 6 la tolerancia al riesgo cada vez es más baja. En especial, ante la incertidumbre macroeconómica que vivimos, la caída ha sido más acusada en los últimos trimestres de acuerdo con el informe referenciado. En estos momentos los bancos tienden a protegerse a sí mismos y al dinero de sus

ahorradores, esto es en el lenguaje de la encuesta realizada por el CEPYME, lo que se toma como tolerancia al riesgo (eje de ordenadas).

Figura 6: Evolución de la tolerancia al riesgo por los financiadores bancarios

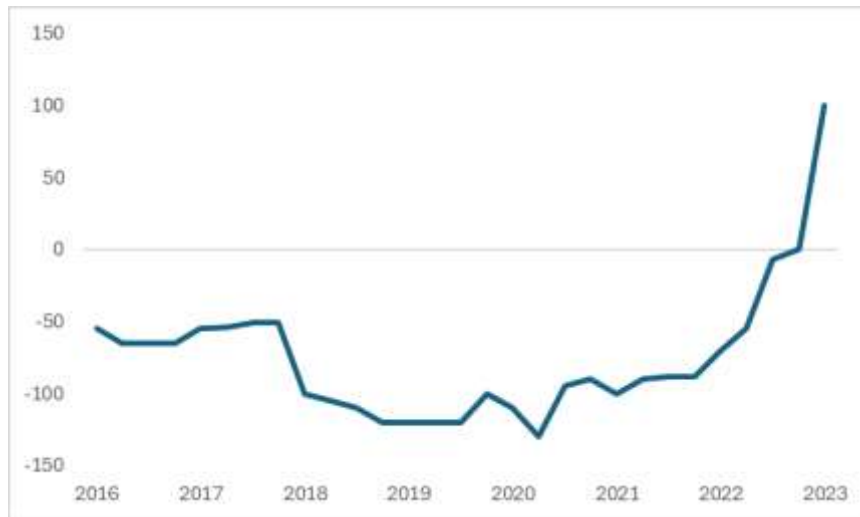


Fuente: Adaptado del *Informe de Financiación de pymes CEPYME* (p.14), por Barceló Larrán, 2023.

Siguiendo el argumento de este apartado, es preciso comprender el ajuste riesgo-rentabilidad que realizan los bancos en sus análisis de crédito. Como hipótesis fundamental, al aumentar el riesgo de la inversión, aumenta también el retorno esperado por el inversor. Para ilustrar este concepto leemos de Strahan: “banks not only charge more to risky borrowers, but they also use non-price terms that facilitate monitoring (maturity) and limit losses (loan size and collateral) more intensively when borrowers are risky” [Los bancos no solo cobran más a los prestatarios con un perfil de riesgo mayor, sino que también utilizan términos no relacionados con el precio que, facilitan el seguimiento (vencimiento del préstamo) y limitan las pérdidas (tamaño del préstamo y garantía) de manera más intensiva] (Strahan, 1999). A través de esta cita, se explica que los bancos pueden ajustar el binomio rentabilidad riesgo de su inversión a través de dos vías principalmente: i) ajustando a la baja el riesgo del préstamo estableciendo garantías, reduciendo los plazos, siguiendo estructuras de amortización más exigentes, etc. y ii) aumentando el precio para ajustar su retorno esperado en función del riesgo. Además, (Strahan, 1999) afirma que el control a través de la primera vía enumerada es particularmente intensivo en aquellas compañías con un tamaño menor y un perfil de riesgo mayor. Lo que en nuestro escenario sería la pyme familiar.

Las siguientes gráficas presentadas describen y apoyan la afirmación del autor citado. La realidad es que podemos entender que cualquiera de las dos vías para ajustar el riesgo produce un efecto endurecimiento del acceso crédito para las Pymes. La figura 7 se refiere al aumento de los precio y aumento de la exigencia en términos de condiciones de plazo o amortización. Por otra parte, la figura 8 hace referencia a las garantías exigidas personales o reales para la concesión de préstamos en los últimos años. En ambas gráficas, observamos una tendencia al alza que es particularmente fuerte en los últimos años sobre todo en cuanto al aumento de precios y exigencia en la devolución de los préstamos.

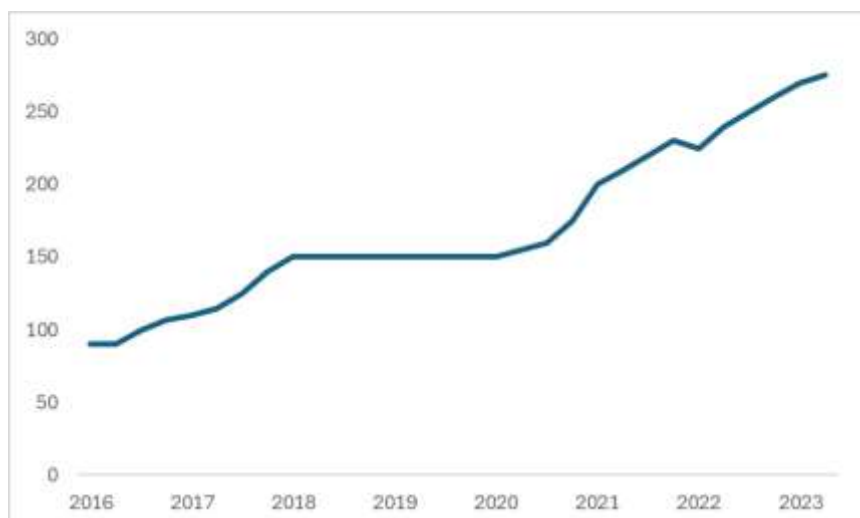
Figura 7: Evolución en dureza de las condiciones de financiación por términos y condiciones.



Nota: Un aumento significa un endurecimiento y una caída, una relajación de las condiciones

Fuente: Adaptado del *Informe de Financiación de pymes CEPYME* (p.15), por Barceló Larrán, 2023.

Figura 8: Evolución de la exhibibilidad de garantías para la concesión de préstamos



Fuente: Adaptado del *Informe de Financiación de pymes CEPYME* (p.16), por Barceló Larrán, 2023.

A más abundancia, en ocasiones, la exigencia de garantías reales desincentiva la decisión por parte del equipo directivo para contratar financiación bancaria ante una posible situación de quiebra. Por consiguiente, la situación representada en la ilustración 5, llevaría a una reducción en la demanda de créditos por parte de las pymes. Una reducción que no está acompañada de una reticencia para invertir en el crecimiento empresarial. Por otro lado, una parte, aunque no mayoritaria de las pymes familiares operan en sectores donde ofrecer garantías reales es prácticamente imposible por la naturaleza de la actividad (ejemplo: ciberseguridad). En definitiva, existen modelos de negocio rentables que, por la incapacidad o negativa de otorgar garantías reales, ven limitado su acceso a la financiación bancaria. Por tanto, resultaría apropiado contar con vehículos más flexibles en términos de estructuras de amortización y exigencia en garantías.

4. Soluciones de financiación a través de los fondos de inversión privada

Por todo lo anterior, se hace imperativo analizar posibles alternativas de financiación para las empresas (Rojas *et. al.* 2014) para cubrir y potenciar el desarrollo de las pymes familiares. En particular, centraremos el foco en los fondos de inversión privada como una posible solución a la situación actual. Como breve inciso, dentro de los inversores financieros directos, encontramos diferencias fundamentales en la filosofía de inversión de los inversores que tiene una variedad muy alta y, al igual que en el caso de los mercados alternativos, según la posición que llegan a ocupar dentro de la estructura de capital de la empresa. En el capítulo de este trabajo podremos ahondar en cada una de las caracterizaciones de las soluciones estableciendo un enfoque centrado en su idoneidad para las pymes familiares, cuyas preferencias ya fueron explicadas en el punto 3.2.1 de este trabajo.

Antes de proponer cuál va a ser esa “financiación puente” entre la deuda bancaria y el capital externo, recordemos que la conclusión a la que se llegará no aplica a todas y cada una de las pymes familiares, pero, según la literatura y los datos, es la que más razonable se presenta. Como limitación, hay que reconocer que la personalidad de los directivos, sus ambiciones, situación vital, perfil de riesgo, situación de la empresa, etc. pueden alterar fuertemente sus decisiones de financiación. La solución propuesta no es, por tanto, exclusiva y excluyente de otras posibles vías de financiación.

4.1. Tipología de fondos de inversión Privada

4.1.1. Los fondos de capital privado

Una vez analizadas las opciones que ofrecen los mercados de capital para las empresas objeto de estudio, pasaremos a las soluciones que ofrecen los inversores de capital privados. Fundamentalmente distinguimos tres: *Venture Capital*, *Private Equity* tradicional y Fondos de Búsqueda (*Search Fund*). Existen numerosas manifestaciones dentro de los vehículos capital privado, sus diferencias en ocasiones son un tanto difusas pues el objetivo en común es adquirir participaciones mayoritarias o minoritarias y operar la compañía. No obstante, vamos a explicar aquellas diferencias con mayor relación al contenido que trata este trabajo.

Antes de entrar en las diferencias conviene establecer un marco teórico que contenga las generalidades del sector de los fondos de inversión. Los Fondos de Capital Riesgo son vehículos a través de los cuales se recaudan fondos aportados por inversores, para que luego sea el gestor del fondo quien seleccione las compañías identificadas como posibles objetivos de inversión. La inversión en cada empresa es a largo plazo, generalmente de 7 a 10 años, aunque en ocasiones puede extenderse hasta 12 años como veremos más adelante. Una vez que el gestor del fondo y su equipo han recaudado los recursos de los inversores, comienzan la búsqueda de empresas objetivo para formar su cartera de inversiones. Estas empresas tienen un alto potencial de crecimiento, no cotizan en el mercado de valores y pueden no estar siendo gestionadas de manera óptima, lo que se espera que aumente su valor en el futuro (Arango *et. al.* 2014). Lerner *et. al.* (2005) explican algunas razones por las cuales los inversores optan por utilizar estos fondos en lugar de invertir directamente en empresas. En primer lugar, invertir directamente requiere una estrecha relación con la empresa objetivo, así como la capacidad de realizar una diligencia debida que a menudo no es posible. En segundo lugar, supervisar la empresa objetivo implica utilizar recursos que quizás no se tengan pero que los fondos aseguran.

Respecto de las diferencias en la filosofía de inversión, un *Venture Capital* (VC) se centra en empresas con escasa actividad histórica que buscan crecimiento, este tipo de fondos llegan incluso a ejecutar operaciones de inversión semilla generalmente en sectores con perspectivas de crecimiento exponencial. Por otra parte, los fondos de *Private Equity* (PE) tradicional buscan en el mercado empresas maduras, en sectores anticíclicos con generación de caja constante, bajas necesidades de inversión en capital y normalmente con un EBITDA que supere los 3 millones de euros (Wright Robbie, 2018). Como puente entre estos fondos de capital privado, se encuentran los *Search Funds* (SF) cuyas empresas objetivo se encuentran en una fase media o avanzada y poseen características similares a las que los fondos de PE tradicional buscan. En general, por tamaño los SF buscan empresas más pequeñas que los PE por lo que cubren un nicho en el mercado de inversión privada.

En cuanto a la adquisición de acciones, los VC suelen participar minoritariamente en la empresa que incorporan a su cartera (Aragón-Vásquez, 2014). Mientras que los PE y los SF suelen adquirir participaciones mayoritarias de las empresas en aras de mejorar la efectividad de su gestión. En definitiva, el control del equipo directivo es más intenso

en estos dos últimos vehículos. Por lo tanto, bajaría la atracción de los accionistas familiares hacia estas soluciones por la fuerte dilución de su control.

Al ser el relevo generacional de gran importancia para la pyme familiar debemos tener en el horizonte temporal de la inversión que suele tener cada vehículo como una variable significativa. Tanto los VC como PE tienen la exigencia de desinvertir en periodos más cortos, normalmente entre tres y siete años donde deben repagar a sus proveedores de fondos. Sin embargo, el horizonte temporal del SF oscila entre los seis y diez años. Además, los inversores pueden estudiar con los gestores del fondo alargar el periodo de inversión. En el entorno actual, estos fondos demuestran un mayor encaje por las características que los definen. Específicamente, ofrecen soluciones de relevo cuando no existen más generaciones familiares que deseen hacerse cargo de la empresa. Para las empresas familiares que se encuentran en este punto, el SF aparece como una opción continuista con el proyecto empresarial familiar, pervivencia de la marca y sus valores (Gómez *et.al.* 2019).

Una vez abordado este inciso sobre el relevo generacional, no se debe considerar únicamente que los VC y PE tienen la vocación de maximizar la rentabilidad a toda costa sin contar con el equipo gestor anterior. Estos fondos, no dejan de ofrecer la posibilidad de recurrir a financiación alternativa en momentos de crecimiento. Adicionalmente, recurrir a los fondos propios en vez de a la deuda en ocasiones es beneficiosa para balancear y construir una estructura de capital óptima (Jensen *et.al.* 2023).

En línea con la construcción de dicha estructura merece destacar el artículo de Juan Mascareñas (2008). Según el autor, cuando una empresa decide aumentar su endeudamiento, se encuentra obligada a ofrecer mayores garantías y compromisos a sus acreedores. Este incremento en las obligaciones financieras aumenta la posibilidad de enfrentar dificultades financieras y, en última instancia, la probabilidad de incurrir en quiebra. Conscientes de estos riesgos, los acreedores suelen exigir una compensación adicional por asumir un mayor riesgo crediticio. Esta compensación puede manifestarse en forma de tasas de interés más elevadas o en la imposición de cláusulas de protección más estrictas. Todo ello repercute en una reducción del valor de mercado de la empresa, ya que los inversores ven disminuido su potencial retorno y enfrentan una mayor incertidumbre respecto a los resultados futuros. Aunque el endeudamiento puede proporcionar financiación inmediata, también conlleva riesgos financieros significativos que deben ser cuidadosamente evaluados. En consecuencia, la capitalización de la

Compañía resulta presentarse como una medida de contrapeso para reducir los costes de quiebra e insolvencia.

Adicionalmente, la presencia de un inversor privado según Divakran *et. al.* (2014) “In addition to capital, private equity investors bring *knowledge and expertise* to the companies in which they invest. Through *active participation on the board of directors* or in partnership with management, private equity investors equip companies with critical improvements in governance, financial accounting, access to markets, technology, and other drivers of *business success*.” [Además del capital, los inversores de capital privado aportan conocimientos y experiencia a las empresas en las que invierten. A través de *participación en el consejo de administración o en asociación con la dirección*, los inversores de capital privado dotan a las empresas de mejoras críticas en gobernanza, contabilidad financiera, acceso a mercados, tecnología y otros impulsores del *éxito empresarial*]. En definitiva, los fondos de capital privado pueden contribuir al éxito más allá que con la mera contribución de capital. Con la contribución monetaria que realizan los fondos de capital riesgo, los intereses del inversor participativo se alinean con los de los del equipo de dirección.

Volviendo al caso concreto de la pyme familiar en España, las características de estos vehículos los ubica lejos de ser considerados garantes principales del problema de acceso al crédito. Evidentemente, como sucedía en el caso de los mercados de capitales alternativos existen pymes familiares en las que ya sea por su tamaño, su ciclo vital o la visión de su equipo directivo, tengan encaje dentro de este tipo de financiadores alternativos. Por un lado, remitiéndome a los datos de facturación señalados anteriormente del Ministerio de Industria y Turismo, vemos muy limitado el acceso de los PE a la mayoría de las pymes por tamaño lo que, a su vez tomando la pyme general como aproximación, se reduce el acceso a esta vía a la pyme familiar.

Respecto de los VC, recordar la falta de encaje viene por la exclusividad del nicho de mercado de financiación que ocupan respecto del ciclo de vida de la empresa. Además, tal y como se ha comentado, buscan empresas innovativas y los sectores donde operan la mayoría de las pymes familiares no permiten una amplia gama de ideas originales (remisión al punto 2.1.3 donde se realiza una clasificación por sectores con datos de 2022). Por otro lado, otro aspecto negativo es la dilución de control que se causa mediante la financiación a través de fondos propios. Como se recuerda de la literatura de Potziouris, (2001) “the pecking order theory predicts that family firms favor internally generated

financing options, followed by debt, hybrid securities, and lastly external equity.” [La teoría del orden jerárquico predice que las empresas familiares prefieren opciones de financiación generadas internamente, seguidas por deuda, valores híbridos y, por último, capital externo]. En consecuencia, de acuerdo con la teoría jerárquica de financiación de la empresa familiar, en todo caso los VC o PE se ubicarían como la alternativa última en el orden de preferencia de financiación de la empresa familiar

Para reforzar el argumento planteado, se presenta un ejemplo derivado de una entrevista con Josep Tapies, profesor del MBA y PADE del IESE, cuyo enfoque de estudio se ha centrado en la empresa familiar (J. Tapiès Lloret, comunicación personal, 8 de febrero de 2024). Durante la entrevista, se indagó en si había experimentado personalmente casos que respaldaran la teoría de la jerarquía de preferencias en la financiación. Añadir que, el entrevistado tuvo una experiencia considerable en el Instituto Catalán Finanzas (ICF), entidad gubernamental de la Generalitat de Cataluña dedicada a la facilitación y formalización de créditos, operaciones de capital riesgo, avales y otras garantías para entidades y personas físicas.

Dentro de esta institución, Tapies se centraba en el área de capital riesgo, aunque también tenía visión del área que ofrecía soluciones alternativas de deuda. A partir de su experiencia, observó que las pequeñas y medianas empresas familiares mostraban una marcada aversión hacia las soluciones de financiación mediante la participación de capital externo. Sin embargo, al proponerles ciertos productos de financiación ajena, las aceptaban. Este patrón indica que, una vez que las pymes familiares se ven necesitadas de recurrir a financiación externa, prefieren la estructura de deuda, siempre y cuando la capacidad de generación de caja y la estructura de capital lo permitan. Por tanto, estudiemos los vehículos que, hoy en día, ofrecen alternativas en forma de deuda privada.

4.1.2. Los fondos de deuda privada

El nacimiento de este tipo de vehículos como soluciones alternativas de financiación en torno a finales de 1980 en los Estados Unidos. No obstante, la presencia era verdaderamente reducida. Los primeros vehículos de deuda se constituían a través de capital de fortunas individuales y estaban destinados principalmente a situaciones especiales (reestructuración, tramos de financiación en compras apalancadas, etc.). En los años 2000, se expandieron considerablemente en parte por la gran crisis de liquidez que

se produjo en 2008 (Schularick, 2014). Como se desarrolló en el punto 3.2, el panorama crediticio sufrió un importante cambio, ya que los prestamistas tradicionales redujeron la concesión de financiamiento de mayor riesgo. Esta reducción en la financiación de empresas por parte de los bancos, junto con un aumento significativo en el número de pymes, creó una oportunidad para que los fondos de deuda privada llenaran ese nicho en el mercado de la financiación. Como breve indicación, aunque se detallará más adelante en el trabajo, a la banca no le interesaba ese nicho de mercado porque tienen responsabilidades más exigentes en cuanto a la protección de su capital y por ello, tienen que cumplir una normativa de riesgos más exigente.

Por otra parte, tras la pandemia global en 2020, las tasas de interés cayeron significativamente a nivel mundial y, gracias a ello, las empresas tuvieron la oportunidad de obtener grandes cantidades de dinero a tasas de interés más bajas. Tras este incremento general en los niveles de apalancamiento, el auge del crédito privado fue impulsado en gran parte por los aumentos en las tasas de interés que comenzaron a principios de 2022. Esta situación, obligó a más pymes a buscar fuentes alternativas a la banca, centrándose especialmente en productos de deuda para situaciones especiales (*distressed debt*). Además, en julio de 2023 ocurrió una crisis bancaria, después de la cual los bancos endurecieron aún más los estándares de préstamo y restringieron la concesión de préstamos, lo que potencialmente animó a aún más prestatarios a recurrir al crédito privado.

En los últimos cinco años, la demanda de crédito privado ha crecido significativamente, y se dice que el mercado de crédito privado está experimentando un momento de auge (Writer, 2019). La realidad es que, en los últimos años, los inversores han dirigido más que nunca su atención hacia la deuda privada tal y como indica la figura 9. En ella observamos tanto los fondos de deuda que han sido creados en los últimos años como la cantidad de dinero que ostentan bajo gestión. Los inversores se encuentran en busca de retornos atractivos incluso en un panorama macroeconómico volátil, lo que ha aumentado significativamente el tamaño de esta clase de activos como indica la gráfica.

Figura 9: Número de capital destinado a fondos de deuda privada y número de fondos de deuda privada constituidos a nivel global



Fuente: Adaptado de *Deloitte Private Debt Deal Tracker 2022* (p.19).

Antes de adentrarnos en el concepto de fondos de deuda privada, conviene determinar de qué manera se constituyen. A tal fin, he podido realizar una entrevista con Víctor Menéndez de Miguel que ocupa un cargo de relevancia en Bekacredit⁴. Al ser vehículos de inversión privada, como los fondos de capital, deben obtenerse fondos de inversores externos para poder invertir. Generalmente, se obtienen fondos que, representan una proporción de capital propio proveniente de inversores institucionales, y deuda que es otorgada por los bancos generalmente en el desempeño de su rol como gestor de activos. Es decir, son fondos que se encuentran apalancados. Al contar con deuda en la constitución del vehículo, se consigue aumentar la tasa interna de retorno del inversor de capital mediante el efecto de o apalancamiento proveniente del ahorro en el coste de capital y las ventajas fiscales derivadas (*tax shield*). Cuando los vehículos de inversión consiguen suficiente capital en la forma que se decida estructurar, comienza su fase de inversión. En dicha fase, el equipo de inversión realiza un análisis crediticio que será detallado más adelante. Adicionalmente, el equipo de estructuración será el encargado de elaborar con el cliente un diseño a medida en lo relativo al contrato de préstamo

⁴ Bekacredit es a un fondo de deuda privada especializado en proporcionar soluciones de financiación a pymes.

formalizado una vez la operación se aprueba por el equipo de inversión (V́ctor Menéndez de Miguel, comunicaci3n personal, 25 de enero de 2024).

En aras de proporcionar una definici3n general de los fondos de deuda se cita a Noya: “El dinero prestado a empresas por los fondos de deuda debe provenir de inversores que est3n dispuestos a asumir ese riesgo a cambio de un retorno. Estos inversores privados depositan su dinero en gestores de activos que lanzan fondos de deuda con una determinada tesis de inversi3n, que re3ne criterios como el riesgo, el horizonte, la rentabilidad, la tipolog3a de empresa y sus ratios financieros, as3 como la finalidad del pr3stamo” (2023, p.43). En definitiva, resulta complejo caracterizar de forma singular los fondos de deuda privada por la gran variedad que existen en el mercado

De todas formas, el *direct lending* o “pr3stamo directo” es la forma principal en la que operan los fondos de deuda privada y con frecuencia se suele utilizar de forma indistinta con el concepto m3s amplio de deuda o cr3dito privado (Noya, 2023). Por ello, sumado a las grandes similitudes que guardan con el pr3stamo corporativo bancario, nos centraremos m3s adelante en esta forma de deuda privada para posteriormente justificar su encaje con la pyme familiar. De todas formas, la variabilidad de esos pr3stamos es alta en cuanto al destino, filosof3a de inversi3n, plazo, precio y clasificaci3n dentro de la estructura de capital de la empresa a la que se dirigen. No obstante, por seguir una explicaci3n pr3ctica, en la clasificaci3n pr3ctica del cr3dito privado se distinguen tres instrumentos: pr3stamos directos, deuda *mezzanine* y deuda *distressed*. Siguiendo un orden de mayor a menor en cuanto al retorno, nos adentramos en la definici3n de cada tipo de deuda privada.

- *Distressed*:

Se tratan de fondos destinados a situaciones especiales donde la Compa3a se encuentra al borde de la quiebra. Su operativa queda limitada a personal muy profesional por la delicadeza de la situaci3n y si bien presentan riesgos enormes para el inversor, presentan tambi3n la posibilidad de maximizar retornos. Tras periodos de crisis, este tipo de instrumentos de deuda suelen tener gran 3xito para impulsar a compa3as descritas en la situaci3n anterior.

- *Mezzanine:*

La deuda *mezzanine* es un híbrido entre la deuda y el capital que suele conocerse como la financiación puente entre las dos vías principales. En general, suele ser préstamos sin colateral⁵ tal como se ve en el gráfico por lo que emiten bajo este vehículo recaen aún más en la generación de cash flow de la empresa. La principal diferencia que guarda respecto al préstamo directo es la posición que ocupa en el orden de prelación de los deudores y el fin al que suelen destinarse. Los tramos de deuda *mezzanine* estarán subordinados a la deuda, pero tendrán mayor prioridad de cobro respecto a los accionistas. La mayoría de las veces se emplea este instrumento de deuda para las operaciones de compras apalancadas o expansiones simulando las veces de capital de crecimiento, pero con forma de deuda (Deloitte Alternative Lending Report, 2018). Adicionalmente, a diferencia del préstamo directo, en la mayoría de los tramos *mezzanine*, suelen incluirse opciones de conversión en deuda por acciones de la empresa. En definitiva, para según la teoría jerárquica de financiación y el destino general al que se dirigen los préstamos *mezzanine* la pyme familiar no encontraría en este instrumento una solución idónea.

- *Direct lending o Préstamo directo:*

Como se indicó anteriormente, este es el principal instrumento por el que se decantan los fondos de deuda privada, aunque pueden utilizar diferentes simultáneamente (fondos multiproducto). En palabras de Lama *et. al.* (2023) el préstamo directo “es una forma de financiación corporativa en la que prestamistas distintos de los bancos conceden préstamos a empresas sin la actuación de intermediarios como puedan ser un banco de inversión o una empresa de capital riesgo. En los préstamos directos, *los prestatarios suelen ser empresas pequeñas o medianas, en lugar de grandes empresas que cotizan en bolsa*, y los prestamistas suelen ser empresas de gestión de activos o prestamistas no bancarios.” Al hilo de esta definición centrada en los prestamistas directos se encuentran las claves que los caracterizan. En primer lugar, se tratan de préstamos corporativos porque limitan únicamente a las empresas y ocupar una posición prioritaria dentro de la estructura de capital y suelen ser préstamos garantizados. Si bien generalmente son garantizados, como se verá más adelante, son más flexibles que la banca en este aspecto.

⁵ Los préstamos sin colateral son aquellos en los que no existe ninguna garantía que permita su recuperación en caso de impago.

En definitiva, guardan una gran similitud con un préstamo bancario al uso, por lo que el encaje en la pyme familiar como fuente de financiación alternativa es considerable. Siguiendo el razonamiento de la jerarquía de preferencias visto anteriormente, los fondos de deuda alternativa pasarían a ser la principal alternativa para dicho tipo de empresas cuando la generación interna y el crédito bancario no fuera suficiente para satisfacer las necesidades de financiación de la empresa. Por ello, más que de una financiación alternativa, es conveniente hablar de una financiación complementaria a la banca como veremos en la propuesta del préstamo directo como solución y en el caso práctico. Si bien, al ser más arriesgada, tendrá un mayor precio que los préstamos bancarios. De todas formas, guarda diferencias ventajosas respecto de la banca que justifican ese incremento del precio. En el siguiente punto, se expondrán estas diferencias con los préstamos bancarios para resaltar aún más su idoneidad como la principal solución de financiación alternativa

Generalmente, se presenta al préstamo directo como una competencia la banca tradicional dentro del mercado de financiación por las similitudes que guardan entre sí (Lama *et. al.* 2023). Lejos de esta realidad, los fondos de deuda se han posicionado como vehículos complementarios a la financiación bancaria tradicional. Como se desprende del anterior documento citado “los bancos están reconociendo el papel que podrían desempeñar los fondos de *direct lending* en la provisión de una financiación más diversa, ya sea colaborando con los fondos en las operaciones o remitiendo sus bases de clientes existentes a los fondos, con el fin de ayudar a sus clientes a diversificar las fuentes de financiación existentes.” (Lama *et.al.* 2023, p.5). Es por ello, que ya está comenzando a existir una colaboración entre ambos ya que los bancos son conscientes de sus límites para atender todas las necesidades de financiación, principalmente de la pequeña y mediana empresa.

Precisamente, por las diferencias que vamos a señalar entre ambas fuentes de financiación, se representa una relación complementaria. Trataremos este apartado dividiéndolo en dos bloques centrales que contienen dentro de sí las principales diferencias entre el préstamo directo y préstamos bancarios: 1) la estructuración del préstamo y su reflejo en el precio; 2) el análisis de crédito llevado a cabo por las diferentes entidades.

a) La estructuración del préstamo y precios

El mayor riesgo que asumen los inversores de deuda privada, implica un aumento del precio para el prestatario, no obstante, dicho precio va a aportar flexibilidad a la hora de diseñar estructuras de préstamo a medida para cada cliente. En primer lugar, y a diferencia de los fondos de deuda, la financiación corporativa bancaria tradicional concede periodos de carencia (periodos donde no se amortiza de principal del préstamo) por un máximo de 2 años. Tal y como leemos de Moya (2023): “los bancos son muy reacios a plazos de carencia, y acostumbran a exigir devoluciones mediante cuotas mensuales desde el inicio”. Por su parte, los prestamistas directos pueden ofrecer más de este tiempo e incluso otorgar financiación con amortización americana, donde no se amortiza principal hasta el vencimiento. En ocasiones, cuando las compañías acometen una inversión en activo fijo con deuda, tienen un periodo donde la inversión no genera caja y las amortizaciones lineales que tiende a ofrecer la banca resultan imposibles de atender por el incremento del riesgo financiero. Haciendo referencia al apartado 3.1.2, los fondos de deuda pueden reducir y hasta incluso eliminar las necesidades de garantías para ofrecer una solución a quienes no son capaces de otorgarlas. Si bien la mayoría de los préstamos directos son preferentes por ser garantizados, los fondos de deuda cuentan con la posibilidad de subordinarlos a la deuda preferente bancaria de la estructura de capital de la empresa sin garantizarlo. Evidentemente, como se indicó, existe un mayor riesgo de liquidación del préstamo en caso de quiebra por lo que las compañías que lo solicitan deben entender que se pida un mayor precio.

Como primer punto, se ha visto que la diferencia de precio es a su vez compensada por las diferencias tanto en flexibilidad de amortización como en flexibilidad en requerimiento de garantías. Merece recordar que la exigencia en términos de estructura y garantías exigidas en los préstamos bancarios sigue una evolución ascendente los últimos años por lo que resulta conveniente contar con vías de desahogo en este aspecto.

b) Proceso de análisis del análisis de crédito empresarial

Este punto resulta clave para nuestro estudio pues tiene un gran peso a la hora de mostrar el nicho que cubre en el mercado de financiación los fondos de deuda privada. Con el estudio previo realizado del contexto bancario, ya mencionamos que el endurecimiento del acceso al crédito afecta particularmente a las empresas de menor tamaño (Hernández-Cánovas et. al. 2003). No obstante, se lee de Jang (2022) “compared

to banks, direct lenders are more willing to lend against cash flow to smaller firms” [en comparación con los bancos, los prestamistas directos son proclives a prestar contra la generación de caja a empresas de tamaño más reducido] Esto es, que el análisis de crédito de los prestamistas directos, se centrar en proyectar la generación de caja a futuro de la empresa y presta contra dicha generación sin importar el tamaño de la empresa analizada.

Realizando de nuevo una remisión a la entrevista mantenida con Víctor Menéndez de Miguel se señala una serie de limitaciones en el análisis. Aunque presten a compañías más pequeñas, los prestamistas directos suelen pedir un histórico de la Compañía ya que no acostumbran a entrar en empresas con un escaso periodo de actividad pues ese nicho está cubierto por *venture capital* o *venture debt*. Adicionalmente, por regla general, los fondos de deuda privada realizan una calificación crediticia interna y solicitan auditorías para conceder el préstamo al igual que en el sector bancario. Por lo tanto, esto puede suponer el descarte de algunas empresas que, por tamaño, decidan no auditar. En caso de que no se llegue al tamaño pueden contratar a un auditor para hacer una diligencia debida. En defensa de los fondos de deuda privada, es razonable que en la posición de riesgo que ocupan puedan disponer de información suficiente y verificada.

Volviendo al punto que se trata en este apartado, los modelos de riesgo del análisis del crédito bancario son de corte más matemático o probabilístico y se niegan situaciones donde realmente podría otorgarse más financiación. En contraposición, los fondos de deuda personalizan el análisis crediticio para cada caso. Recordemos que estamos en un mercado concentrado y ello provoca que los bancos participen cada vez más intensamente de forma porcentual dentro de los proveedores de deuda de la empresa. Lo cual no quiere decir que hayan incrementado su financiación, sino que han asumido la de otros bancos y ello puede intensificar los niveles de riesgos de exposición.

Todo lo explicado nos lleva a concluir que es necesario que existan en el mercado proveedores de deuda capaces de comprender el modelo de negocio, las proyecciones financieras, así como las necesidades de financiación de la compañía en cuestión para otorgar deuda allí donde la banca no puede llegar por sus limitaciones.

4.2. Propuesta del préstamo directo como solución de financiación para la pyme familiar

Comprendida la naturaleza genérica de la pyme familiar, la teoría jerárquica de la financiación, así como las limitaciones en el mercado de financiación tradicional, se propone el préstamo directo como la solución complementaria con mayor encaje para la pyme familiar. Esta propuesta, se realiza buscando la coherencia con el análisis cualitativo y cuantitativo sobre la pyme familiar que se ha expuesto a lo largo del trabajo. En definitiva, aunque se realizará un ejercicio práctico, se puede plantear un escenario teórico que destaque la fortaleza del encaje de este instrumento para la pyme familiar. Para entender la propuesta se seguirá un razonamiento lógico desde la perspectiva de un equipo directivo familiar.

Se tendrá en cuenta una compañía con tamaño pyme familiar con un objetivo social determinado. Las cifras históricas arrojan datos constantes y positivos, pero ante la subida de la demanda, desean incrementar su actividad productiva acometiendo nuevas inversiones. De acuerdo con la teoría jerárquica de la financiación, la cantidad total que se desea financiar pretende realizarse con recursos propios que provienen de la caja generada históricamente y financiación bancaria para la cantidad restante. No obstante, por las cifras históricas y la excesiva exposición que supondría para los bancos deciden solo aportar parte de la cantidad solicitada para la inversión. En tal caso, observamos una parte del proyecto de inversión que no sería cubierta por financiadores. De nuevo, siguiendo la teoría jerárquica, habría que acudir a capital externo. No obstante, el equipo directivo de compañía familiar se muestra reticente a la participación de ajenos en el control empresarial. Adicionalmente, la compañía no cuenta con el tamaño ni conocimiento suficiente como para acudir a los mercados de capital. En tal caso, les surge la posibilidad de comenzar negociaciones con fondos de inversión que están interesados en el sector. La compañía tiene clara sus labores para realizar una gestión adecuada y desea la conservación de su empresa durante generaciones. En consecuencia, los fondos de capital privado son rechazados en su posible ejercicio como financiadores del proyecto de inversión.

En este momento, se realiza la propuesta del préstamo directo como solución a este conflicto financiero. Un fondo de deuda privada tras un análisis del histórico, modelo de negocio y proyecciones financieras, decide aportar la cantidad restante para el proyecto. Como ventajas, no supone la dilución del control lo que es afín a la naturaleza de la pyme

familiar. Adicionalmente, por su menor regulación, el fondo de deuda privada se ve capacitado a otorgar una amortización flexible con carencia de varios años. Esta peculiaridad agrada a la pyme expuesta ya que existe un periodo para la puesta en marcha de la inversión donde no se genera caja para atender a las obligaciones. Como aspecto negativo, el equipo directivo observa que los precios son sustancialmente mayores a la banca. No obstante, la oportunidad de inversión es sólida en comparación con las oportunidades del mercado. Por ello, tras realizar un ejercicio de proyección de flujos de caja futuros y descontar al coste del capital, obtienen una tasa de retorno mayor que dicho coste por lo que se deciden a llevar a cabo la inversión al ser recomendable desde el punto de vista financiero.

De este escenario teórico en el que se propone el préstamo directo o *direct lending* como solución, pueden llegar a sacarse numerosas conclusiones. Entre las más importantes, observamos el rol del préstamo directo como complemento a la financiación bancaria lo que remarca su importancia en el mercado de la financiación. Este dato ya se ha indicado a lo largo del trabajo, pero la exposición del caso clarifica el concepto que es sumamente importante. De tal modo leemos en la publicación de Noya (2023): “El *direct lending* se está consolidando como una importante alternativa de financiación para el segmento de medianas empresas. Sin embargo, es obvio el papel principal que los bancos continúan realizando –y deberían continuar– en la financiación empresarial. La financiación alternativa en general y el *direct lending* en particular, como instrumento con más volumen transaccionado, deben ser un complemento a la deuda bancaria para un número creciente de compañías, pero no un sustituto pleno” (p.46).

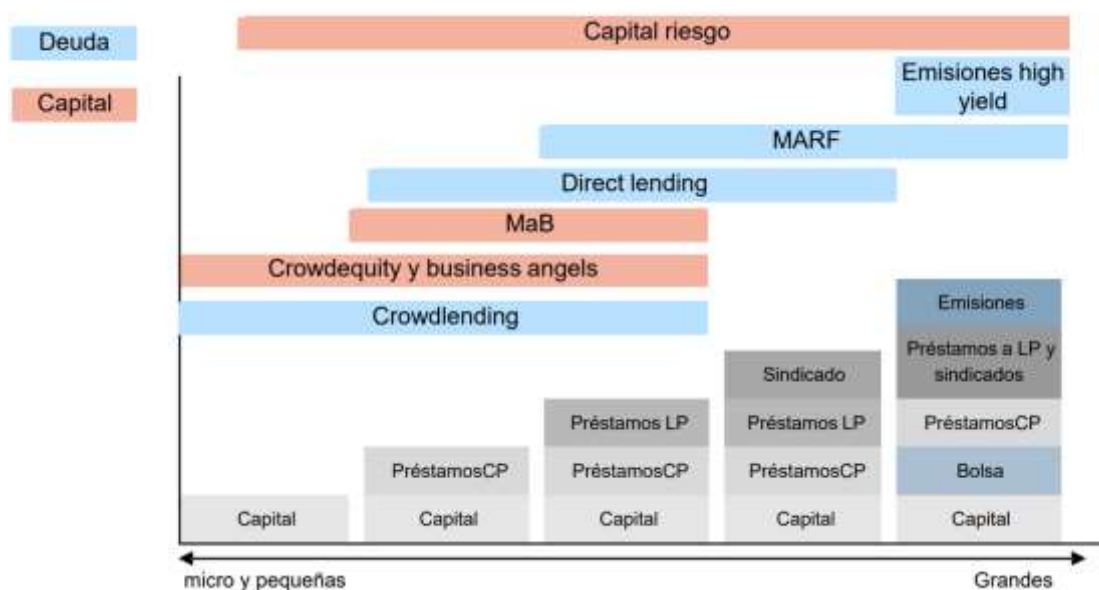
En definitiva, al igual que este trabajo, la tesis no consiste en el rechazo absoluto al préstamo bancario, pero sí ser consciente de sus limitaciones tanto en oferta como en la flexibilidad estructural del préstamo concedido. En la misma página del artículo citado de Noya (2023) se escribe *in fine*: “Las pequeñas y medianas empresas no pueden acceder a los mercados organizados de capitales, pero sí pueden encontrar, en instrumentos de financiación alternativa como el *direct lending*, la manera de diversificar fuentes más allá de la banca y, además, lograr financiar proyectos que serían difíciles de financiar con las entidades tradicionales. Los mángers de las empresas harán bien en conocer estos instrumentos y ser asesorados para lograr la mejor financiación posible para sus proyectos de crecimiento” (p.46) En consecuencia, la financiación a través de mercados de capital

organizados queda descartada para la gran mayoría lo que hace urgente otra alternativa fuera de las tradicionales.

Aun reconociendo su posibilidad de acceso a mercados como el MAB, la dilución del capital sería muy intensa y la naturaleza de la pyme familiar general lo rehúsa. Como aspecto adicional, la financiación a través de deuda tiene un menor coste que el capital por los beneficios fiscales que la acompañan. Si bien aumenta el riesgo financiero, las estructuras de amortización flexibles que ofrece la deuda privada pueden justificar su precio si gracias a la carencia consigue evitarse la probabilidad de quiebra en los primeros años de la puesta en marcha de la inversión.

No bastaría con proponer el encaje si no existiera en el mercado, fondos disponibles dirigidos al tamaño de las pymes. La figura 10 nos ilustra la situación del mercado de financiación y qué fuentes lo cubren, según el tamaño de la empresa que se trate. Tomando una posición protagonista para las empresas micro y pequeñas, se observa el *crowdlending*, *crowdequity* y *business angels*. Si continuamos en sentido ascendente, descartando gran parte de la cuota del MAB por la falta de encaje con la pyme familiar, el préstamo directo se posiciona como la opción más viable para empresas de tamaño pequeño y mediano. Se recuerda del análisis previo del MAB que la dilución del control accionarial, junto con los costes y la falta de conocimiento, ha provocado que se sitúe como un financiador poco recurrido por la pyme familiar.

Figura 10: Diferentes fuentes de financiación tradicional y alternativa según el espacio de mercado de financiación que ocupan respecto del tamaño de la empresa



Fuente: Tomado de *Evolución de las fuentes de financiación alternativas a la bancaria* (p.11), por Pablo Mañueco, 2018

Como conclusión, se propone la deuda privada como la solución más adecuada para complementar la financiación bancaria en la pyme familiar. En primer lugar y como clave, por su gran similitud a la deuda bancaria en cuanto a su afectación a la estructura de capital. Es más, la cámara de comercio de Zaragoza la reconoce como una “modalidad de financiación empresarial equivalente a la financiación bancaria pero concedida por entidades no bancarias” (p.14) lo que supone la facilidad de comprensión del producto lo que daría seguridad al equipo de inversión. En segundo lugar, las diferencias entre el préstamo bancario y el *direct lending* generan una relación complementaria con la banca que, por lo que ya ha sido explicado, puede ser beneficiosas para las empresas.

Se recuerda que dichas diferencias se engloban dentro de la estructuración del préstamo aportado más flexibilidad y análisis futuro de la capacidad de repago fundamentalmente, permitiendo el acceso a pymes en crecimiento con niveles elevados de deuda. Por tanto, en la pirámide de la figura 4, debería sumarse un escalón intermedio entre la deuda bancaria y la participación en capital externo que pase a ser ocupado por la deuda privada. Pues en comparación a este último, no diluye el control accionarial y tiene un menor coste derivado de las ventajas fiscales que proporciona la deuda.

5. Caso práctico: estudio de las necesidades de financiación de una pyme familiar en Madrid.

5.1. Modelo de negocio y análisis del histórico

La compañía en cuestión es una pyme familiar con base en Madrid especializada en la manufactura de envases de plástico, sirviendo predominantemente al sector farmacéutico y, en menor medida, al sector alimenticio. Por cuestiones de privacidad, el nombre de la compañía no será revelado. Respecto a su situación comercial, cuenta con una considerable diversificación de su cartera de clientes y un significativo poder de negociación con sus proveedores. Estas características son fundamentales en una industria competitiva y han establecido a la compañía como una entidad confiable y estable. Este estudio cualitativo es fundamental para los fondos de deuda privada pues, en cierta medida, permiten aminorar el riesgo de la inversión. A diferencia de la banca, los fondos de deuda prestan gran atención al análisis cualitativo pues determina en gran medida el desempeño de la compañía. Para el análisis histórico, contamos con el balance de situación, la cuenta de pérdidas y ganancias (PyG) y el estado de flujos de caja. Están conformados de forma resumida y con medidas aproximadas por privacidad, pero los datos que se muestran son suficientes para destacar los matices financieros ya que no se pretende realizar un análisis exhaustivo. Los tres estados financieros mencionados, se observan respectivamente en las figuras 11, 12 y 13.

Figura 11: Cuenta de pérdidas y ganancias entre 2017 y 2018

Cuenta de pérdidas y ganancias (€000)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Importe neto de la cifra de negocios	12132	14982	19859	28267	33751	42291
Costes fijos	(6455)	(8560)	(11005)	(15570)	(19580)	(26643)
Margen Bruto	5677	6422	8854	12697	14171	15648
Costes variable	(2784)	(2930)	(3528)	(6589)	(6496)	(6893)
Otros ingresos de explotación	14	14	16	20	0	0
EBITDA	2907	3506	5342	6128	7675	8755
Amortización	(1644)	(1437)	(1791)	(2323)	(2596)	(3250)
Ingresos financieros	0	0	0	0	0	0
Gastos financieros	(576)	(647)	(673)	(1303)	(1395)	(1604)
<i>Beneficio antes de impuestos</i>	687	1422	2878	2502	3684	3901
Impuestos	180	(184)	(436)	(564)	(921)	(974)
Resultado del ejercicio	867	1238	2442	1938	2763	2927

Fuente: De elaboración propia a partir de los datos oficiales de la compañía

Figura 12: Balance de situación entre 2017 y 2022

Balance de situación (€000)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Inmovilizado material	6567	9063	12563	15795	18418	21186
Inmovilizado intangible	212	212	212	222	222	199
Activos financieros largo plazo	42	42	42	37	87	87
Activo No Corriente	6821	9317	12817	16054	18727	21472
Inventario	2151	2357	2258	2152	6790	6868
Cuentas a cobrar	4653	5869	5913	6070	8465	9515
Activos financieros corto plazo	9	9	23	0	0	0
Caja	96	490	527	4429	221	8242
Activo Corriente	6909	8725	8721	12651	15476	24625
Total Activo	13730	18042	21538	28705	34203	46097
Valor neto del capital	2640	4057	5908	7843	10623	12889
Impuestos diferidos	24	64	121	174	0	0
Provisiones	0	0	35	257	0	0
Deuda largo plazo	4407	5879	8300	8649	8228	14566
Deuda corto plazo	5253	6531	5311	2959	5341	6186
Deuda intragrupo	0	0	0	6781	8746	11926
Cuentas por pagar	911	900	1349	1288	812	530
Otros acreedores	495	611	514	754	453	0
Total capital y pasivo	13730	18042	21538	28705	34203	46097

Fuente: Elaboración propia con los datos financieros facilitados por la empresa.

Figura 13: Estado de flujos de caja entre 2017 y 2022.

Estado de flujos de caja (€000)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
EBITDA + ajustes	2952	3506	4890	6682	7676	8754
Variaciones de NOF	242	(1266)	(32)	(634)	(7813)	(1861)
No recurrente	650	0	0	0	(461)	(660)
Impuestos	(41)	(228)	(112)	(419)	(921)	(974)
Flujo de Caja Operativo	3803	2012	4746	5629	(1519)	5259
CAPEX	(2438)	(3444)	(5239)	(5403)	(5220)	(5995)
Flujo de Caja para el Servicio de la Deuda	1365	(1432)	(493)	226	(6739)	(736)
Pago de intereses	(576)	(647)	(673)	(1158)	(1395)	(1604)
Nueva deuda	210	2625	1936	9081	3926	10363
Repago de principal	(982)	(151)	(735)	(4244)	0	0
Dividendos	0	(187)	0	0	0	0
Inyección de capital	0	187	0	0	0	0
Flujo de Caja Libre	17	395	35	3905	(4208)	8023

Fuente: Elaboración propia con los datos financieros facilitados por la empresa.

Respecto de la cuenta de pérdidas y ganancias (figura 11), muestra datos financieros significativamente positivos y arroja pocas cuestiones durante el periodo analizado. Principalmente, observamos un crecimiento de doble dígito donde la disrupción económica causada por la pandemia no ha provocado un decrecimiento. En términos de márgenes, tanto el margen bruto como el margen EBITDA es relativamente constante durante el periodo analizado. En números, arroja una media del 23% con una desviación típica de 0,02.

En este párrafo, se analizan los aspectos principales del balance de situación representado en la figura 12. No obstante, se mencionarán los dos restantes puesto que se hayan interconectados. En cuanto al activo no corriente, destaca el valor del inmovilizado material sobre otras cifras. Esto es lógico porque la actividad empresarial requiere inversiones en maquinaria y plantas de fabricación. Adicionalmente, el valor del inventario y cuentas a cobrar ha incrementado los dos últimos años. Si se hiciera un análisis de la rotación del inventario y los días de cobro, vemos que, a pesar de este incremento, se siguen dinámicas similares. La razón detrás de ello es el aumento de la demanda que se ha traducido en un incremento de las ventas. El crecimiento interanual ha sido de doble dígito desde que se disponen de datos históricos. La mayor variación positiva en términos porcentuales sucedió en 2020. El incremento en el 2022 ha sido un 25% respecto de 2021. Por lo tanto, queda justificado el incremento de la demanda del producto que se ha mencionado anteriormente. Volviendo al balance, llaman la atención los ocho millones de euros en la caja. No obstante, encontramos explicación en el flujo de caja del año 2022 (ver figura 13) Si observamos el flujo de caja de financiación, se observa un incremento de la deuda de 10 millones de euros, lo que explica la fuerte entrada de caja, dicho incremento se observa repartido en las partidas de deuda del balance. De esos 10 millones, 5 corresponden al préstamo que realizaría el fondo de deuda privada. Como es lógico la compañía destinará gran parte de esa caja a acometer inversiones, financiar su capital circulante y repagar la deuda existente.

Terminamos el análisis de los estados financieros históricos con Estado de Flujos de Caja representado en la figura 13. Lo más representativo para determinar las necesidades de financiación es observar las dinámicas del capital circulante (variaciones de NOF) y las inversiones en inmovilizado (CAPEX). Observamos que las ambas suponen importantes salidas de caja lo que implica que la compañía debe financiar ese desfase generado. Para el tamaño de la compañía, son necesidades significativas, de todas

formas, no debemos concluir con términos absolutos sin establecer un elemento de comparación. Como ya se mencionó anteriormente en el trabajo, la ratio de apalancamiento que suele emplearse para determinar el grado de endeudamiento es Deuda Financiera Neta/EBITDA. En este caso ese nivel de apalancamiento sin tener en cuenta la caja que, como explicamos, tiene como fin destinarse a nuevas inversiones, es de 2,7x EBITDA. En consecuencia, no estamos ante una situación grave de apalancamiento, pero si es moderado porque recae completamente en la generación de EBITDA. En otras palabras, el margen EBITDA se ha mantenido constante con el incremento de ventas por lo que el incremento en deuda queda absorbido.

5.2. Análisis financiero y proyecciones

Tras el análisis cualitativo y cuantitativo presentado, se puede concluir que la compañía tiene una alta visibilidad para realizar proyecciones financieras consistentes. El principal motivo y, como gran diferencia a la banca, el fondo de deuda precisa de visibilidad porque no solo analiza flujos históricos, sino que basan su filosofía en prestar contra la generación de caja de las pymes. Es preciso recordar en este momento la literatura de Jang (2022): “compared to Banks, direct lenders are more willing to lend against cash flow to smaller firms” [en comparación con los bancos, los prestamistas directos son proclives a prestar contra la generación de caja a empresas de tamaño más pequeño]. La labor de estas estimaciones que llevan a cabo los fondos de deuda privada puede llegar a diferir de la realidad futura. En consecuencia, a partir de las proyecciones que estiman las compañías, los analistas de los fondos de deuda privada tienden a estresar la situación financiera para prevenir situaciones inesperadas. Las proyecciones mostradas en las figuras 14 y 15, han sido realizadas desde un punto de vista más pesimista que lo que indica el histórico (estrechamiento de los márgenes EBITDA en el caso de la cuenta de pérdidas y ganancias). Adicionalmente, se han tomado una serie de asunciones de inversión e incorporación de nueva deuda en la empresa con la finalidad de recrear un escenario más alineado con la realidad de la actividad empresarial.

Figura 14: Cuenta de pérdidas y ganancias proyectada entre 2023 y 2028.

Cuenta de pérdidas y ganancias (€000)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Importe neto de la cifra de negocios	44828	46621	48486	50911	51929	52967
Costes fijos	(27121)	(28556)	(29698)	(31183)	(31806)	(32442)
Margen Bruto	17707	18065	18788	19728	20123	20525
Costes variable	(9414)	(9324)	(9697)	(10182)	(10386)	(10593)
Otros ingresos de explotación	0	0	0	0	0	0
EBITDA	8293	8741	9091	9546	9737	9932
Amortización	(3266)	(3319)	(3401)	(3413)	(3063)	(2756)
Ingresos financieros	0	0	0	0	0	0
Gastos financieros	(774)	(760)	(731)	(608)	(383)	(158)
Beneficio antes de impuestos	4253	4662	4959	5525	6291	7018
Impuestos	(1073)	(1166)	(1240)	(1381)	(1573)	(1755)
Resultado del ejercicio	3180	3496	3719	4144	4718	5263

Figura 15: Estado de flujos de caja entre 2023 y 2028.

Estado de flujos de caja (€000)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EBITDA + ajustes	8293	8741	9091	9546	9737	9932
Variaciones de NOF	(2345)	(953)	(766)	(996)	(418)	(427)
No recurrente	0	0	0	0	0	0
Impuestos	(1073)	(1166)	(1240)	(1381)	(1573)	(1755)
Flujo de Caja Operativo	4875	6622	7085	7169	7746	7750
CAPEX	(5500)	(4000)	(4000)	(3500)	(500)	(500)
Flujo de Caja para el Servicio de la Deuda	(625)	2622	3085	3669	7246	7250
Pago de intereses	(774)	(760)	(731)	(608)	(382)	(157)
Nueva deuda	4500	3500	3500	3000		
Repago de principal	(5492)	(3190)	(4669)	(6420)	(7107)	(5392)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Inyección de capital	0	0	0	0	0	0
Flujo de Caja Libre	(2391)	2172	1185	(359)	(243)	1701

Fuente: Elaboración propia con los datos financieros facilitados por la empresa.

En general, se ha proyectado una tendencia positiva en la gestión del capital circulante que impulsa el crecimiento del flujo de caja operativo, aquel intrínseco a la actividad de la empresa. Destaca en la proyección la importante amortización de deuda que debe acometer la compañía en 2023. Por ello, es urgente refinanciar a la vez que obtener fondos para llevar a cabo la inversión planteada. En términos del año de devolución del préstamo directo (2028), la compañía es capaz de atender todas sus obligaciones de la deuda. Por ello, se llega a concluir que, incluso en una situación financiera ajustada, la compañía podría cubrir tanto el pago de intereses como la amortización de capital. Precisamente sobre este estado de flujos proyectado, recae el ejercicio de prestar contra la generación que se ha comentado en el trabajo y que la banca no suele examinar con la suficiente profundidad en el caso de las pymes.

5.3.Propuesta del préstamo directo como solución al caso y limitaciones

Para comprender la solución que se estima como más oportuna, se debe explicar las relaciones que mantenía la empresa con la banca. En el caso concreto, las relaciones con la banca eran positivas, pero ante la importante cantidad de deuda que existía en balance, la banca tradicional se mostraba reacia a incrementar deuda y renovar líneas de crédito pues únicamente es coherente si se confía en la generación futura de caja, no con los datos históricos. Además, recordemos que la nueva deuda por préstamos del instituto de crédito oficial debía comenzar a amortizarse en 2023 lo que provocaba una inseguridad crediticia mayor. Llegados hasta este punto del análisis podemos concluir: i) el sector es anticíclico y la relación con clientes y proveedores se presenta sólida; ii) la compañía genera caja significativa en su operativa; iii) la compañía tiene altas necesidades de financiación por la naturaleza de su actividad como muestra el estado de flujos de caja histórico (NOF y CAPEX); iv) la caja en balance debe destinarse en gran parte al repago de los préstamos ICO; v) la instalación de una nueva planta requiere de financiación adicional porque la banca no concede hasta la cantidad deseada, de ahí los cinco millones que se suponen aportados por el fondo de deuda privada.

En conclusión, ante la situación presentada en este caso, la financiación bancaria tradicional no era suficiente ni en términos de cantidad solicitada ni estructuración del préstamo. Por ello, ante unas perspectivas de crecimiento financiero un aspecto cualitativo sólido de la compañía y el precio ajustado al riesgo de la operación el prestamista directo resuelve el conflicto planteado. Además, no supone dilución alguna del capital social por lo que los accionistas permanecerán en el mismo porcentaje de control. Si bien es una cantidad de deuda considerable y un caso ambicioso de pyme familiar, es suficiente para justificar la solución que ofrece un prestamista directo. Como consecuencias positivas, la empresa podrá hacer frente a la amortización de los ICO y emprender la nueva inversión en la planta de fabricación para atender al incremento de la demanda.

6. Conclusiones

En primer lugar, se ha puesto de manifiesto el peso y relevancia que tiene la pyme familiar para nuestro tejido empresarial español. Respecto de este conjunto de empresas, se ha observado una serie de caracterizaciones que inclinan sus preferencias de financiación. En base a dichas preferencias, la autofinanciación se posiciona como un actor clave. No obstante, la naturaleza de esta clase de financiación limita ampliamente el desempeño de la empresa familiar. Por un lado, condiciona su capacidad de crecimiento y, por otro, no supone ningún escudo fiscal. En términos de capital, rechazan la participación externa en el mismo de manera general. La realidad de estas limitaciones ha provocado que la pyme familiar haya buscado soluciones provenientes del sector de financiación bancario mayoritariamente.

De todas formas, ante la evolución del contexto bancario se destacan dos consecuencias negativas: la consolidación bancaria y el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. Consecuencias, que perjudican la viabilidad de satisfacer todas las necesidades de financiación que presentan las pymes con la banca. No solo eso sino que además, las condiciones en las que se estructura el préstamo pueden llevar a tomar decisiones de rechazo si son excesivamente exigentes para la empresa.

Las alternativas clásicas existentes en el mercado no son suficientes para ofrecer una solución real a la pyme familiar. Los motivos que se presentan son principalmente, el tamaño de las compañías comprendidas en esta categoría, el rechazo a una estructura de capital con presencia externa en el accionariado y la dificultad de acceso a los mercados de capital por los requerimientos que exigen. De ahí, se ha mostrado la necesidad de cubrir las necesidades de una categoría empresarial que se encuentra desatendida.

Siendo conscientes de las numerosas vías de financiación alternativa que existen en el mercado, el trabajo se ha centrado en la importancia que tienen los fondos de inversión privada. Dentro de los fondos de capital, no parecen hallarse demasiadas soluciones para la pyme familiar más allá de los fondos de búsqueda que pretenden asegurar el relevo generacional.

Para tratar de buscar una solución con una vocación más genérica se han planteado los fondos de deuda privada. El préstamo directo se posiciona como complementario a la banca en aspectos fundamentales. Aunque es una opción de financiación más costosa,

ofrece numerosas ventajas para la pyme familiar. En términos generales, los prestamistas directos tienen menos limitaciones que los financiadores bancarios en cuanto al riesgo que pueden asumir debido a su análisis centrado en la futura evolución financiera de la empresa. Además, los prestamistas directos ofrecen estructuras de amortización a medida para satisfacer las necesidades individuales de cada cliente. En definitiva, cuando las pymes familiares no pueden acceder a financiación bancaria o no les ofrecen las condiciones solicitadas de estructuración, los prestamistas directos a través de vehículos de deuda privada aparecen como el complemento idóneo para contribuir al crecimiento empresarial.

7. Limitaciones

En el trabajo se tratan dos aspectos principales que limitan la investigación. Por un lado, los fondos de deuda privada son un vehículo novedoso en nuestro país sobre los que se dispone de escasa información. Por otro lado, el acceso a información sobre pymes familiares, dada el estado de privacidad de estas, complican la obtención de datos numéricos que serían posibles de encontrar si estuviéramos ante compañías con deber de publicidad. Desde el punto de vista del análisis cualitativo, se parte de una concepción genérica que describe la naturaleza de la empresa familiar. La realidad es que la situación de cada pyme familiar y la composición de sus miembros puede ser muy variada. Del mismo modo, se supone la teoría jerárquica de la financiación como aplicable a la mayoría de las empresas englobadas dentro de esta categoría. Como se ha señalado en el trabajo, la variabilidad de las situaciones y momento en el que se encuentran pueden cambiar las preferencias de financiación.

En términos del análisis cuantitativo, hubiera sido conveniente contar con más datos que muestren la situación del mercado de financiación bancario respecto de la pyme familiar. Adicionalmente, como las compañías no tienen un valor en el mercado de capitales, resulta complicado estudiar si el impacto es positivo o negativo en cuanto a la creación de valor que aporta en la empresa.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Pablo Domenech Basarrate, estudiante de Administración y Dirección de Empresas y Derecho (E-3) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado “El reto de la financiación para la pyme familiar española: el préstamo directo como complemento a la financiación bancaria” declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación [el alumno debe mantener solo aquellas en las que se ha usado ChatGPT o similares y borrar el resto. Si no se ha usado ninguna, borrar todas y escribir “no he usado ninguna”]:

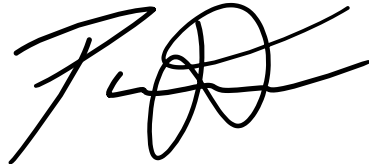
1. Referencias: Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
2. Corrector de estilo literario y de lenguaje: Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
3. Generador previo de diagramas de flujo y contenido: Para esbozar diagramas iniciales.
4. Sintetizador y divulgador de libros complicados: Para resumir y comprender literatura compleja.
5. Revisor: Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
6. Traductor: Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han

dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 18/03/2024

Firma:

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'F' followed by a large, circular flourish and a horizontal line extending to the right.

Bibliografía

Amat, O. (2005). Claves del análisis de empresas. *Revista de contabilidad y dirección*, 2, 13-51.

Arango-Vásquez, L., & Durango-Gutiérrez, M. P. (2014). Private equity y venture capital: Diferenciación y principales características. *Clío América*, 8(16), 173-184.

Beka Finance (2020, 5 de octubre) ¿Qué es el Mercado Alternativo de Inversión de Renta Fija (MARF) <https://www.bekafinance.com/noticia/que-es-el-mercado-alternativo-de-inversion-de-renta-fija-marf>

Blackburn, R. (2008). La crisis de las hipotecas subprime. *New left review*, 50, 53-96.

Blanco, R., Mayordomo, S., Menéndez Pujadas, Á., & Mulino, M. (2020). Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19. Documentos Ocasionales/Banco de España, 2020.

BME Bolsas y Mercados Españoles (2021) Los emisores del MARF aportan una cifra de negocio de 78.000 millones de euros a la economía española | https://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Nota-Prensa/20210615/nota_20210615_1/Los_emisores_del_MARF_aportan_una_cifra_de_negocio_de_78_000_millones_de_euros_a_la_economia_espanola

Bueno, N. (2019, 6 de Noviembre). *La Empresa Familiar Explora Vías Alternativas de Financiación en los mercados de capitales y de deuda*. Garrigues. https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/la-empresa-familiar-explora-vias-alternativas-de-financiacion-en-los-mercados-de-capitales-y

Canto-Cuevas, F. J., Palacín-Sánchez, M. J., & 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), 55-62.

Carbó-Valverde, S., Rodríguez-Fernandez, F., & Udell, G. F. (2009). Bank market power and SME financing constraints. *Review of Finance*, 13(2), 309-340.

Çolak, G., & Öztekin, Ö. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on bank lending around the world. *Journal of Banking & Finance*, 133, 106207.

Davydiuk, T., Marchuk, T., & Rosen, S. (2020). Direct lenders in the US middle market. Available at SSRN 3568718.

del Olmo García, F. (2013). La financiación tradicional de las pymes en España: un análisis en el marco de la Unión Europea. *Documentos de Trabajo del Instituto Universitario de Análisis Económico y Social*, 7, 1-23.

Divakaran, S., Shariff, M., & McGinnis, P. (2014). Private equity and venture capital in SMEs in developing countries: The role for technical assistance. World Bank Policy Research Working Paper, (6827).

Europa Press. (2020, September 18). *El Bce y el Banco de España aplauden El Paso de CaixaBank y Bankia Para Mejorar Eficiencia y rentabilidad*. *elEconomista.es*. <https://www.economista.es/banca-finanzas/noticias/10777265/09/20/El-BCE-y-el-Banco-de-Espana-aplauden-el-paso-de-CaixaBank-y-Bankia-para-mejorar-la-eficiencia-y-rentabilidad.html>

Fritsch, L., W. Lim, A. Montag, and M. C. Schmalz (2022). Direct lending: Evidence from European and US markets. *The Journal of Alternative Investments* 24 (3), 80–98.

Goetzmann, W. H., & Rouwenhorst, G. (2006). *Los orígenes de las finanzas: las innovaciones que crearon los modernos mercados de capitales*. Ediciones Empresa Global.

Gómez, A., Calabró, A. Viñals, R., Galván, S., & Valentino, A (2019). Las empresas familiares españolas ante el reto de la sucesión: diferentes perspectivas generacionales.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66 (11), 2308-2320.

Gill, B., & Pope, P. F. (2004). The determinants of the going public decision: Evidence from the U.K. Working Paper. IVIE, AD-WP-2004-22

Habbershon, T. G., Williams, M., & MacMillan, I. C. (2003). A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of business venturing*, 18(4), 451-465.

Hamilton, E., Cruz, A. D., & Jack, S. (2017). Re-framing the status of narrative in family business research: Towards an understanding of families in business. *Journal of Family Business Strategy*, 8(1), 3-12.

Hernández-Cánovas, G., & Martínez-Solano, P. (2010). Relationship lending and SME financing in the continental European bank-based system. *Small Business Economics*, 34, 465-482.

Instituto de la Empresa Familiar, s.f. (2023). La empresa familiar en España 2023. Recuperado de https://www.iefamiliar.com/wp-content/uploads/2023/11/LA-EMPRESA-FAMILIAR-EN-ESPAN%CC%83A-2023_.pdf

Jang, Y. S. (2022). Five facts about direct lending to middle-market buyouts. *Available at SSRN 3741678*.

Khan, S. U. (2022). Financing constraints and firm-level responses to the COVID-19 pandemic: International evidence. *Research in international business and finance*, 59, 101545.

Lerner, J., Schoar, A., & Wongsunwai, W. (2007). Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle. *The Journal of Finance*, 62(2), 731-764.

Martín, M. D. C. L. (2012). Potencialidad del Mercado Alternativo Bursatil en España. *Revista de Fomento Social*, 350-352.

Mascareñas, J. (2008). La estructura de capital óptima. *Madrid: Universidad Complutense de Madrid*.

Miller, D., Minichilli, A., & Corbetta, G. (2013). Is family leadership always beneficial? *Strategic Management Journal*, 34(5), 553-571.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.

Noya, E. (2023). El "direct lending": fondos para suplir la escasez de crédito bancario. *Harvard Deusto business review*, (332), 38-46.

Mustafa, O. A. O. (1819). SVB Failure: Causes and Results on Banking Industry. *history*, 2(1).

Palacín Sánchez, M. J., & Pérez López, C. (2021). El MARF y su contribución al crecimiento empresarial. Recuperado de https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5458_El_MARF_y_su_contribuci%C3%B3n_al_crecimiento_empresarial

- Pascual, J. L. (2014). Evolución y análisis de la financiación de la pyme en España. *ICE, Revista de Economía*, (879).
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of financial Economics*, 110(3), 520-545.
- Pérez López, C. y Palacín-Sánchez, M^a.J., (2009), ¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa?, *Estrategia financiera*. (263), 48-57.
- Poutziouris, P. (2001). The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy. *Family Business Review*, 14(3), 277–291.
- Rojas, A., & López Somoza, J. (2013). Alternativas de financiación para las pyme. *Cuadernos de información económica*, 232, 21-28.
- Salas Fumás, V., & Galve Górriz, C. (2003). La empresa familiar en España. *Fundamentos económicos y resultados*. Fundacion BBVA/BBVA Foundation.
- Schickinger, A., Leitterstorf, M. P., & Kammerlander, N. (2018). Private equity and family firms: A systematic review and categorization of the field. *Journal of Family Business Strategy*, 9(4), 268-292.
- Schularick, M. (2014). Public and private debt: the historical record (1870–2010). *German Economic Review*, 15(1), 191-207.
- Serra Parri, F., & Tàpies, J. (2015). *Demografía de la empresa española* (No. D/1109). IESE Business School.
- Writer, G. (2023, June 26). *Why it's the Golden Era of Credit*. Private Debt Investor. <https://www.privatedebtinvestor.com/why-its-the-golden-era-of-credit/>
- Shanker, M. C., & Astrachan, J. H. (1996). Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy—A framework for assessing family business statistics. *Family business review*, 9(2), 107-123.
- Strahan, P. E. (1999). Borrower risk and the price and nonprice terms of bank loans. FRB of New York staff report, (90).
- Wright Robbie, M. K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), 521-570.