



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

LA IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN ESPAÑA

Autor: Paula Luengo Juárez
Directora: María Eugenia Fabra Florit

Madrid
Junio 2014

CONTENIDO

CONTENIDO	2
1. INTRODUCCIÓN	5
2. CONCEPTO DE PYME DESDE DISTINTAS DISCIPLINAS	8
2.1 DEFINICIONES JURÍDICAS DE PYMES.....	8
2.1.1 <i>Definición fiscal de una PYME</i>	9
2.1.2 <i>Definición laboral de una PYME</i>	10
2.1.3 <i>Definición mercantil de una PYME</i>	10
2.2 CARACTERÍSTICAS DE LAS PYMES.....	11
2.2.1 <i>Estructura organizativa y procedimientos de gestión</i>	12
2.2.2 <i>Estructura productiva</i>	13
2.2.3 <i>Financiación</i>	14
2.2.4 <i>El mercado y el entorno</i>	14
2.3 EL ENTORNO COMPETITIVO Y LAS PYMES.....	15
3. EVOLUCIÓN DE LAS PYMES EN ESPAÑA Y SU SITUACIÓN FINANCIERA	23
3.1 LAS PYMES EN ESPAÑA.....	23
3.1.1 <i>Evolución de las empresas</i>	24
3.2. EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA.....	27
3.2.1. <i>Crédito</i>	28
3.2.2. <i>Morosidad</i>	31
3.2.3. <i>Coste de la financiación</i>	32
3.2.4. <i>Implicaciones para las PYMES</i>	33
3.3. ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES.....	35
3.3.1. <i>Financiación Ajena</i>	37
3.3.1.1. <i>Financiación bancaria</i>	37
3.3.1.2. <i>Financiación comercial</i>	39
3.3.1.3. <i>PYMES: fuente de financiación ajena de clientes</i>	41
3.3.1.4. <i>Financiación especializada</i>	41
3.3.2. <i>Financiación Propia</i>	43
3.3.2.1. <i>Autofinanciación</i>	43
3.3.2.2. <i>El Mercado de Valores</i>	45
4. ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA LAS PYMES: EL MARF	47
4. 1. DESCRIPCIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL MARF.....	48
4.1.1. <i>Los potencias emisores</i>	49
4.2. LA EVOLUCIÓN DE COPASA.....	51
4.3. EXPERIENCIA EN OTROS PAÍSES DE EUROPA.....	54
4.3.1. <i>Noruega: Oslo AMB</i>	55
4.3.2. <i>Alemania: Mittelstand Bond Market (MBM)</i>	55
4.3.3. <i>Francia: Alternext</i>	58
4.4. LOS RETOS DEL MARF.....	60
5. CONCLUSIONES	62
6. BIBLIOGRAFÍA	65

LISTA DE GRÁFICOS

Figura 1: Las PYMES en función de su tamaño y cifra de negocios	9
Figura 2: Resumen distintas definiciones de las PYMES	11
Figura 3: Activos tangibles e intangibles de las empresas	18
Figura 4: Empresas según estrato de asalariados y % total en España	23
Figura 5: Evolución del número de empresas y variación anual (%)	25
Figura 6: Evolución de las PYMES y de las grandes empresas	25
Figura 7: Distribución sectorial por tamaño de empresa, 2012	26
Figura 8: Trabajadores inscritos en la Seguridad Social	27
Figura 9: Total del crédito dispuesto en España (crecimiento intertrimestral %)	28
Figura 10: Variación trimestral del crédito (millones de euros)	29
Figura 11: Arrendamientos financieros	30
Figura 12: Deudores a plazo	31
Figura 13: Morosidad	32
Figura 14: Tipo de interés de nuevas operaciones para sociedades no financieras	33
Figura 15: Información de la emisión	50
Figura 16: Participantes en MARF	50
Figura 17: Datos de la emisión de Copasa	51
Figura 18: Emisión de Ferrovial, 2013	52
Figura 19: Comparación de Copasa y Ferrovial	52
Figura 20: Evolución del precio de los bonos de Copasa y Ferrovial	53
Figura 21: Evolución del spread de Copasa y Ferrovial	54
Figura 22: Evolución de las emisiones en Alemania	57
Figura 23: Datos de las emisiones en Alemania	57
Figura 24: Evolución de la emisión de Dürr AG	58
Figura 25: Comparación Mercados Alternativos en Europa	59

Resumen

Este trabajo de investigación pretende dar a conocer la importancia que tienen las pequeñas y medianas empresas en la economía española. Representan la mayor parte del tejido empresarial y del empleo en España. Sin embargo, a raíz de la crisis económica y financiera y de la globalización de los mercados, su actividad se ha visto afectada sufriendo graves problemas de financiación. Como consecuencia, el gobierno español ha propuesto una alternativa como solución al acceso a la financiación: el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

Palabras clave: PYME (Pequeña y Mediana Empresa), MARF, financiación, globalización, crisis

Abstract

This research seeks to highlight the importance of small and medium enterprises within the Spanish economy. The business sector is primarily composed of these enterprises and they provide for the majority of the Spanish labour market. However, due to globalization and the financial economic crisis they have been subjected to, their activity has been compromised suffering severe financing problems. As a result, the Spanish government has proposed an alternative form of financing as a solution: Alternative Fixed Income Market (MARF).

Key words: SME (Small and Medium Enterprise), MARF, financing, globalization, crisis

1. Introducción

Las pequeñas y Medianas Empresas (PYME) ocupan un papel fundamental y estratégico en la revitalización de la economía. Las mejoras en la reducción de costes, los cambios en la estructura empresarial y el desarrollo de nuevos mercados han despertado gran interés en las pequeñas y medianas empresas como instrumentos eficaces y motores del crecimiento económico y la creación de empleo que, en última instancia, conducen al aumento del PIB que desde inicios de la crisis económica y financiera ha disminuido. En 2008 el PIB fue de 1.087.788¹ millones de euros pero se ha reducido hasta llegar a 1.022.988 millones de euros al cierre del 2013.

Anteriormente, se creía que el desarrollo industrial y el crecimiento económico se producían gracias a las grandes empresas y a su realización de grandes inversiones y la creación de economías de escala². Estas empresas dominaron los mercados nacionales e internacionales debido a su creciente demanda en términos de calidad y características de productos que ofrecían con un modelo de organización estable y el conocimiento de la existencia de una única tecnología eficiente. Este modelo limitaba el paso a nuevos posibles competidores. Sin embargo, a finales de los 70 y principios de los 80, con el desarrollo tecnológico, la globalización de los mercados y la desregulación de muchos sectores, las PYMES comenzaron a tener mayor presencia debido a la transición del mercado hacia modelos en los que el conocimiento, la innovación y el desarrollo de sistemas más flexibles cobraron un papel decisivo, características propias de las PYMES. Así, comenzaron a proporcionar bienes y servicios de manera más eficiente que las grandes empresas.

Asimismo, debido a los aumentos en los niveles de educación, habilidades empresariales y la reducción de la seguridad del empleo, las actividades empresariales incrementaron mundialmente³. Si bien el crecimiento de las PYMES se produjo debido a la relajación de las leyes laborales y los incentivos en los mercados desarrollados y

¹ <http://www.datosmacro.com/pib/espana>

² GONZÁLEZ TIRADOS, R.M & MEDINA ROJAS, S. (2009). *EVOLUCIÓN DE LAS EMPRESAS INDUSTRIALES ESPAÑOLAS EN LA PRIMERA DÉCADA DEL SIGLO XXI*. UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE MADRID.

³ CHANDLER, A. D. (1990): *SCALE AND SCOPE. THE DYNAMICS OF INDUSTRIAL CAPITALISM*, THE BELKNAP PRESS OF HARVARD U. P. CAMBRIDGE MASS.

emergentes, en los países en desarrollo, el avance de las PYMES fue resultado de la ruptura de grandes empresas y la privatización de las empresas estatales. Cada vez están cobrando mayor protagonismo en países desarrollados debido a que cuentan con una estructura más adecuada que ciertas grandes empresas para adaptarse a los cambios de un entorno constantemente variable. Además, son las grandes empresas las que necesitan complementarse con las PYMES⁴ puesto que estas son más flexibles y adaptables para introducir y difundir las innovaciones en el mercado.

A medida que el entorno se va haciendo más competitivo debido a la globalización de los mercados y al cambio tecnológico, la innovación se convierte en el factor clave para obtener, mantener y aumentar una ventaja competitiva. De este modo, las PYMES aumentan y los volúmenes de negocio se hacen mayores y empiezan a experimentar necesidades de expansión y creación de nuevos proyectos. Para conseguir estos fines, las pequeñas y medianas empresas deben recurrir a diversas fuentes de financiación pero se encuentran con serios problemas de acceso a ella por parte de las entidades bancarias y su alto endeudamiento como resultado de la crisis económica y financiera que dio comienzo en 2008.

La evolución de la cifra de las PYMES, hace que se conviertan en una parte esencial de las economías, desarrollando nuevas tecnologías y sectores industriales y creando muchos puestos de trabajo que provoca al Gobierno tomar una serie de iniciativas ante la falta de financiación para evitar que se destruyan. Así, en 2013, el Gobierno de España decide crear el Mercado Alternativo de Renta Fija como solución a la financiación de las PYMES.

El presente trabajo tiene como objetivo estudiar la evolución e importancia de las PYMES en España desde el estallido de la crisis hasta la actualidad y comparándolo con años anteriores. En los últimos años, se ha observado un incremento de la importancia de este tipo de empresas en la economía española pero que a su vez ha generado muchos problemas a raíz de la crisis. Estos hechos me han originado realizar una

⁴ MODREGO RICOS, AURELIA; LÁZARO MARTÍNEZ, PILAR; FLÓREZ CARRACEDO, CARMEN (1995) *INNOVACIÓN EN LAS PYMES: FACTORES DE ÉXITO Y RELACIÓN CON SU SUPERVIVENCIAS: ESTUDIO BIBLIOGRÁFICO*

reflexión y estudio sobre cómo se han llegado a los problemas y cuáles pueden ser las soluciones. El estudio está dividido en tres enfoques diferentes, motivo por el cual se ha considerado dividir el trabajo en tres apartados.

En la primera parte, empezaré dando una definición de una PYME, analizando sus características principales, su evolución a lo largo de los últimos años y su importancia en el entorno empresarial y competitivo de hoy en día en España.

El segundo apartado se centra en las distintas formas clásicas de financiación de las PYMES en España y cómo el entorno empresarial y competitivo ha provocado que la financiación se convierta en un problema para ellas.

Finalmente, introduciré el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) como vía para obtener financiación para las pequeñas y medianas empresas comparándolo con mercados alternativos de renta fija ya establecidos en otros países en Europa, planteando los retos a los que se enfrenta el MARF y concluyendo si el mercado puede dar solución al gran problema de acceso a la financiación al que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas.

Para el desarrollo de este estudio se ha utilizado una metodología tanto cuantitativa como descriptiva al tratarse de una forma de aproximación sistemática al estudio de la realidad que se apoya primariamente en categorías numéricas y utiliza como base una información factible de cuantificar. En cuanto al tema central de las PYMES, se realizará una exposición de la situación actual con sus características y sus problemas y de este modo mostrar la situación actual de las PYMES afectadas por la crisis en el momento actual. A su vez, se hará un análisis fundamental con un estudio sistemático de los PYMES en profundidad y posteriormente del MARF para finalmente tratar de valorar el mercado y dar una opinión sobre el futuro del mismo.

Los medios utilizados para la obtención de información para la ejecución del trabajo han sido mayoritariamente, informes trimestrales y anuales de entidades financieras, libros de texto y publicaciones de prensa, páginas web, en especial, el Banco de España, INE, DIRCE, IPYME, ministerio, Banco Central Europeo y Eurostat) y diversos artículos científicos.

2. Concepto de PYME desde distintas disciplinas

En los últimos años, las pequeñas y medianas empresas han evolucionado en gran medida produciéndose un creciente interés desde el punto de vista socioeconómico, industrial y político. Son múltiples las definiciones y nuestra concepción cuando hablamos de PYMES. En este primer apartado, se pretende definir lo que es una PYME, analizar sus principales características cuantitativas y cualitativas de ellas, su importancia en el entorno competitivo actual y las principales fortalezas y barreras a las que se enfrentan las pequeñas y medianas empresas hoy en día.

2.1 Definiciones jurídicas de PYMES

Las PYMES no pueden catalogarse de manera absoluta ni tampoco podemos establecer una única definición rígida⁵ que pueda aplicarse a todos los ámbitos y en todos los casos. Sin embargo, es posible establecer una definición homogénea del concepto de PYME pero que varía en función del país debido a sus órganos administrativos o privados dentro de él⁶. Por lo tanto, el criterio para clasificar una PYME puede variar en función de la definición empleada.

Principalmente, los criterios cuantitativos, es decir, el número de empleados, volumen del negocio, los beneficios obtenidos y el valor añadido, son los más utilizados a la hora de definir el concepto de pequeña y mediana empresa. Pero para completar su definición, es necesario tener en cuenta los factores cualitativos que la afectan⁷ como por ejemplo la capacidad innovadora, la especialización de los procesos en el desarrollo de productos y servicios, la capacidad de adaptación al entorno, la participación en el mercado etc.

⁵ TUR Vilas, Isabel: *Las sociedades de garantía recíproca* (Régimen jurídico-económico), Tesis Doctoral Universidad de Barcelona, Facultad de Derecho, Junio 1990, pg. 4

⁶ ALCALÁ Olid, Francisco: *EL capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*, Madrid, Civitas, Universidad de Jaén, 1995, pgs. 58-59

⁷ JULIEN, Pierre-André (Dir.): *Les PME: Bilan et perspectives*, Quebec, Les Presses Inter-universitaires, 1997, pgs. 12-13

Cuantitativamente, la Unión Europea señala dos elementos clave para determinar si una empresa es una PYME⁸: el número de empleados y el volumen de negocio o balance anual.

Figura 1: Las PYMES en función de su tamaño y cifra de negocios

Categoría de empresa	Nº Trabajadores	Volumen de negocio anual	Balance General anual
Microempresa	< 10	≤ 2 millones de €	≤ 2 millones de €
Pequeña	< 50	≤ 10 millones de €	≤ 10 millones de €
Mediana	< 250	≤ 50 millones de €	≤ 43 millones de €

Fuente: Comisión Europea (Elaboración propia)

Para una empresa que forma parte de un grupo más grande, es necesario incluir datos sobre el número de empleados, volumen de negocios o balance anual del grupo.

En España, las PYMES se delimitan de las grandes empresas atendiendo a diferentes magnitudes y factores. Como podemos observar en la tabla anterior, son microempresas aquellas que no llegan a 10 empleados; pequeñas empresas las que se componen de menos de 50 empleados; y las medianas, las que oscilan entre 50 y 249 empleados.

Cualitativamente, según la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE), las PYMES se definen como: Unidades independientes y sin vinculación con grandes grupos económicos y financieros, cuya gestión y propiedad están unidas, en principio, en la misma persona cuyas entidades financieras tendrán más incentivos para concederles un crédito a estas empresas, ya que las exigencias de recursos propios serán menores.

2.1.1 Definición fiscal de una PYME

Desde el punto de vista fiscal y atendiendo a la Ley 24/2001, de 27 diciembre⁹, las pequeñas y medianas empresas se definen como aquellas que no superan como importe

⁸ http://ec.europa.eu/small-business/index_es.htm

⁹ BOE núm. 313, de 31 Diciembre 2001; Rect. BOE núm.124, de 24 mayo 2002; BOE núm. 157, de 2 julio 2002

neto de negocios en el periodo impositivo inmediato anterior a la cifra de diez millones de euros.

Por regla general, existen tres situaciones especiales que especifican esta definición. En primer lugar, si el periodo impositivo anterior es inferior a un año, en este caso se extiende a un año. En segundo lugar, si la empresa es nueva, la cifra de negocios hace referencia al primer periodo impositivo. Por último, cuando la empresa forma parte de un grupo de sociedades donde el límite máximo de cinco Meuros¹⁰ se toma a título conjunto y no a título particular.

2.1.2 Definición laboral de una PYME

Un tratamiento laboral para las empresas de reducida dimensión se aprobó por el Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 marzo¹¹ que incluye a la representación de trabajadores en la empresa o centros de trabajo con menos de doscientos cuarenta y nueve y más de diez trabajadores.

Como podemos apreciar, desde la perspectiva del Derecho Laboral, para llegar a una definición de una pequeña y mediana empresa, se parte de una base puramente cuantitativa como es el número de empleados que forma la empresa. Por lo contrario, a la hora de determinar una PYME en términos fiscales, utilizamos la cifra de negocios como indicador.

2.1.3 Definición mercantil de una PYME

En el ámbito del Derecho Mercantil, “Se entenderá por pequeñas y medianas empresas aquellas cuyo número de trabajadores no exceda de doscientos cincuenta”¹². Esta cifra, en función del país dentro de la Unión Europea al que nos estemos refiriendo, suele sufrir modificaciones.

¹⁰ PUERTO Llopis, Antonio; NAVARRO García, Juan Carlos y GUZMÁN Raja, Isidoro: *Tratamiento fiscal y contable de las empresas de reducida dimensión en el Impuesto sobre Sociedades*, pg.127

¹¹ BOE núm, 75, de 29 marzo 1995 (RCL 1995, 997)

¹² Ley1/1994, de 12 Marzo, LSGR Artículo 1

Atendiendo a la Ley 14/2013, de 27 de Septiembre recientemente modificada, establece que las pequeñas y medianas empresas que presenten al menos dos de las siguientes circunstancias, podrán presentar sus cuentas anuales abreviadas:

1. El total de las partidas del activo no supere los cuatro millones de euros
2. El importe neto de su cifra anual de negocios no supere los ocho millones de euros
3. El número medio de trabajadores empleados durante el ejercicio no sea superior a los cincuenta

Las PYMES no tienen que presentar el Estado de flujos de efectivo cuya destinación es sólo para las grandes empresas, sino que tienen que presentar el Balance, la Cuenta de pérdidas y ganancias, el Estado de cambios en el patrimonio neto y la Memoria.

Figura 2: Resumen distintas definiciones de las PYMES

Definición Fiscal	Definición Laboral	Definición Mercantil
Empresas que no superan cifra neta de negocio: 10 millones de euros <ul style="list-style-type: none"> • Periodo impositivo < 1 • Año → Extender a año • Nueva empresa → cifra negocios es el 1^{er} periodo impositivo Grupo con límite <u>5 Meuros</u> → título conjunto	Empresas con más de 10 trabajadores y menos de 249	Empresa cuya cifra de trabajadores no exceda de 250 Presentan sus cuentas anuales abreviadas si cumplen 2 de los 3 casos: <ul style="list-style-type: none"> • Total partida activo: < 4 millones € • Cifra neta de negocio: < 8 millones € N° trabajadores ejercicio: < 50

Fuente: Elaboración propia

2.2 Características de las PYMES

En función de la definición que utilicemos para clasificar una PYME, podemos identificar diversas características. Comúnmente, en términos cuantitativos, se toma como referencia el número de trabajadores que forman la empresa, el volumen de ventas anuales y el volumen de recursos propios. La OCDE distingue un número

diferente de empleados en función del país. En España, las cifras son las señaladas anteriormente en la figura 1.

Cualitativamente, se puede identificar una PYME por una serie de características relativas a su estructura organizativa y productiva, procedimientos de gestión y características financieras, así como su comportamiento dentro del mercado y el entorno en el que operan.

2.2.1 Estructura organizativa y procedimientos de gestión

La PYME se caracteriza por una organización, estructura y procedimientos de gestión sencillos, sin pesadas cargas burocráticas internas¹³ ni controles. Esta ausencia burocrática favorece el flujo de información y la comunicación así como una rápida resolución de los problemas internos gracias a unos sistemas de información rápidos y sencillos de manejar con carácter informal. Sin embargo, a veces, la falta de formalidad en sus actividades diarias puede tener efectos negativos. Su dimensión es reducida y por ello, todos los problemas son a escala reducida también. Se intenta desarrollar un modelo de estructura organizativa que mejor responda a los cambios del entorno.

Además, presenta unos recursos humanos limitados y poco especializados aunque un alto grado de adaptabilidad¹⁴. Al tratarse de empresas independientes, el control y dirección recae sobre los propietarios o socios por lo que no hay distinción entre control y propiedad y por lo tanto se benefician de un sistema personalizado¹⁵ y una gestión dinámica en la que las decisiones las toman un número reducido de personas de manera rápida y sencilla.

¹³ Martínez, S.A., (1990): *La Adopción de nuevas Tecnologías y el Tamaño de Empresa*, Estudios Empresariales, N74, pg.41-51

¹⁴ Claver, C., E. y Gómez, G., J.M, *Las PYMEs y la Incitativa Empresarial*, Universidad de Alicante, p.91-116; Biemans, W.G. (1992) *Managing INnovation Within Networks*; Camisón

¹⁵ OCDE, (1993), *Les Petites et Moyennes Entreprises: technologie et compétitivité, France*

2.2.2 Estructura productiva

La estructura productiva de las pequeñas y medianas empresas se caracteriza por un bajo grado de diversificación productiva e industrial; en la producción de un escaso número de productos y servicios¹⁶. Esto se debe, principalmente, a la falta de estructuras y volúmenes adecuados para llevar a cabo este tipo de operaciones por lo que las PYMES deciden actuar en un mercado local en vez de expandirse internacionalmente. De cualquier forma, aunque las PYMES decidan expandirse, muchas veces no pueden debido a la complejidad de su acceso y la alta incertidumbre de los beneficios que podrían generar. No se podrían permitir un alto grado de pérdidas ya que la financiación para realizar estas actividades por parte de las entidades bancarias es baja y por lo tanto, podría resultar en su quiebra. También habría que tener en cuenta las elevadas tasas de exportación de las cuales las pequeñas y medianas empresas no pueden hacer frente y que la calidad de la producción no siempre es la mejor, muchas veces es deficiente porque los controles de calidad son mínimos y a veces ni se exigen.

Sin embargo, este bajo grado de diversificación es uno de los principales puntos fuerte de las PYMES ya que especializan y concentran su actividad en una línea de negocio determinada de la que pueden sacar una ventaja competitiva. Todas las fuerzas y capacidades de la empresa se dedican a ampliarse hacia mercados geográficos con mayores posibilidades de que surjan buenas ideas sobre la optimización de la tecnología de producción. A su vez, los directivos y altos cargos tienen un profundo conocimiento de las operaciones que se realizan y absoluto control.

Además, dispone de un gran potencial de incremento de la productividad por su bajo nivel tecnológico¹⁷ (poco sofisticado) y organizativo. Tienen un potencial creativo grande como lo demuestra el hecho de que la mayoría de las innovaciones nacen de estas empresas. Una de sus principales características es la producción a pequeña o mediana escala que les permite atender demandas especializadas y ajustarse a variedades de pequeño volumen.

¹⁶ Claver, C., E. y Gómez, G., J.M, *Las PYMES y la Incentiva Empresarial*, Universidad de Alicante, p.91-116

¹⁷ Claver y Gómez; Biemans; 1992

2.2.3 Financiación

Las PYMES presentan recursos financieros escasos. Los mayores problemas por los que estas pequeñas y medianas empresas atraviesan son de financiación por sus dificultades para acceder a la financiación a medio y largo plazo en los mercados de valores y crediticios¹⁸ debido a los problemas de liquidez, al endeudamiento de la regulación financiera y el desapalancamiento para reducir el excesivo endeudamiento. Las dificultades de financiación son tanto más limitadas cuanto menor es el tamaño de la empresa, mayor es la innovación y menor el periodo de constitución de la PYME. La mejora en la financiación de las PYMES es clave para su importancia en la economía española. La pequeña y mediana empresa tendrá éxito cuanto más exporta y mayor sea su presencia internacional pero no podrá lograrlo si su acceso a la financiación es limitado. Existen diferentes medidas que podrían llevarse a cabo para facilitar la financiación de las PYMES e incentivar su crecimiento e internacionalización que se analizarán en detalle a lo largo del estudio.

2.2.4 El mercado y el entorno

Al tratarse de empresas de pequeño y mediano tamaño, su ámbito de trabajo suele limitarse al local debido a su falta de conocimiento de los mercados extranjeros, la complejidad de las reglamentaciones técnicas y la falta de una infraestructura mínima en el exterior como por ejemplo, contactos, recursos etc.

Destaca la cercanía que tienen las PYMES con el mercado y sus clientes lo que resulta en una ventaja competitiva al disponer de mayores conocimientos que muchas de las grandes empresas para satisfacer las demandas que exige el mercado. Son negocios altamente especializados pero poco diversificados y con cuotas de mercado relativamente reducidas¹⁹. Estas empresas son dinámicas y flexibles que se adaptan con

¹⁸ Martínez, S.A., (1990): *La Adopción de nuevas Tecnologías y el Tamaño de Empresa*, Estudios Empresariales, N74, pg.41-51

¹⁹ Aláez, A.R., (1992), *Las PYMES: Una Opción Insuficiente para el Desarrollo Regional en la Era de la Globalización Económica*, Economía Industrial, Marzo Abril, pp.71-84

facilidad y rapidez a los cambios del entorno con capacidad de una respuesta rápida ante cambios en los gustos de los consumidores y usuarios²⁰.

2.3 El entorno competitivo y las PYMES

En el entorno altamente competitivo de hoy en día, la gestión estratégica ha sido ampliamente utilizada por todas las empresas para hacer frente a la alta competencia y de esta forma permanecer en el mercado. Cuando hablamos de gestión estratégica nos estamos refiriendo al conjunto de actividades, decisiones y procesos llevadas a cabo por las empresas para coordinar y alinear los recursos y tomar decisiones y acciones con una misión, visión y estrategia para toda la organización²¹. Sirve para tomar decisiones estratégicas como por ejemplo: ¿En qué industrias deberíamos competir? y ¿Cómo deberíamos competir en esas industrias? Y en función de su respuesta, llevar a cabo una acción u otra.

Es habitual decir que la gestión estratégica es especialmente importante para la corporación²² con el fin de asignar los recursos necesarios y diseñar la organización de un modo determinado para llevar a cabo las estrategias necesarias. Sin embargo, si no se presta la atención suficiente a la gestión estratégica, la empresa podría enfrentarse a resultados negativos. Haciendo referencia a Porter, una mala estrategia resulta en la forma en la que los empresarios piensan de la competencia. Las personas que piensan que existe una mejor compañía y un modelo específico de procesos para llevar a cabo una compañía destruyen la competencia. Las compañías deberían aspirar a ser únicas: ofrecer un valor único cumpliendo con un conjunto de necesidades importantes para los clientes.

El concepto de la ventaja competitiva fue desarrollado por Barney (1991), quien escribe que una empresa tiene una ventaja competitiva sostenible cuando se implementa en la empresa una estrategia de creación de valor que no ha sido establecida anteriormente por otros competidores. La ventaja competitiva es la capacidad de una organización

²⁰ Rucabado, J., (1992), *Las PYMEs y la Innovación Tecnológica, Economía Industrial*, pp.99-111

²¹ Dess, Gregory G., G.T. Lumpkin and Marilyn L. Taylor (2005) *Strategic Management*. 2 ed. New York: McGraw-Hill Irwin.

²² Sanchez, R; Heene, A (2004) *The New Strategic Management*

para realizar su actividad de una manera o de diferentes maneras, de las cuales otros competidores no son capaces de imitarla²³. La ventaja competitiva es la base para una buena estrategia²⁴ y su importancia se ha ido incrementando en las últimas décadas debido al gran número de empresas que ofrecen los mismos productos y servicios²⁵ para conseguir diferenciarse del resto y salir adelante ante la situación económica y financiera actual. Por lo tanto, la competitividad en un mundo globalizado debe tratarse desde la perspectiva de la capacidad de actuación de una empresa en el mercado y su grado de diferenciación con respecto a otras empresas.

La ventaja competitiva se considera un objetivo vital de la estrategia según Porter, la cual no sólo ha de lograrse sino también ha de mantenerse. Una empresa tiene una ventaja competitiva sobre otra cuando es capaz de crear más valor económico que sus rivales²⁶. Porter establece una serie de argumentos que reflejan las fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas (SWOT) en un marco para evaluar la ventaja competitiva de cada organización. Las ventajas competitivas son aquellos factores que una empresa necesita tener para tener éxito en los negocios²⁷ y que a partir de este marco que propone Porter, ponemos identificarla.

Hay dos tipos de ventaja competitiva: liderazgo en costes y la diferenciación de un producto o servicio (Porter, 1985). Si la empresa tiene una posición de liderazgo en costes, esto quiere decir que mantienen un coste más bajo que a diferencia de sus competidores pero logrando un volumen alto de ventas. Esta estrategia implica grandes inversiones de capital en tecnología y una reducción de los márgenes de utilidad para comprar una mayor participación en el mercado. Por lo contrario, la estrategia de diferenciación consiste en crear un producto o servicio único que aún no está en el mercado. Sin embargo, esta estrategia exige altos costes para la investigación, el diseño del producto o servicio y un incremento y mejora del servicio al cliente.

²³ Kotler, 2000

²⁴ Analou y Karami 2003

²⁵ Coplin , 2002

²⁶ Barney y Hesterly (2010)

²⁷ Analou y Karami , 2003

Las distintas competencias que posee una empresa hacen que esta destaque sobre otra en el mercado cuando son superiores y difíciles de imitar²⁸. Son dos los factores principales que inducen a las PYME a tener una ventaja competitiva: las competencias básicas y distintivas. No todas las empresas tienen una ventaja competitiva a primera vista, sin embargo, tienen que encontrar la manera de hacer de su negocio una ventaja competitiva.

Es muy importante para las pequeñas y medianas empresas obtener, mantener y aumentar la ventaja competitiva a través de los recursos que puedan tener y asegurar. Asimismo, las PYMES deben de realizar un análisis externo para identificar aquellas oportunidades y amenazas a las que se pueden enfrentar y un análisis interno para identificar las competencias distintivas. De acuerdo con la teoría de los recursos, la competitividad de una empresa dependerá de los recursos que posee que los diferencie de sus competidores. Para ello, deben de ser duraderos y difíciles de imitar y sustituir²⁹.

Los recursos son aquellos factores de producción de los que la empresa dispone. Entre los factores de producción destacan: los activos que son los medios que la empresa posee y las capacidades que se refieren a actitudes que la empresa puede llevar a cabo a partir de los activos. Los distintos recursos se puede agrupar en dos categorías: recursos tangibles e intangibles. Algunas de las empresas poseen una serie de recursos tangibles difíciles de imitar, mientras que otras tienen recursos intangibles fuertes. Ambos recursos ayudan de gran forma a la creación de una ventaja competitiva sostenible, son el elemento básico para la creación de capacidades. Pero, para que esos recursos sean una fuente de ventaja competitiva, deben ser:

- Valiosos: necesarios para que una estrategia sea eficiente y eficaz
- Poco comunes: aquellos que no son poseídos por la competencia
- No imitables: recursos que los competidores no poseen ni pueden obtener
- No sustituibles: imposibles de reemplazar

Los recursos y capacidades deben de ser duraderos para que no se deprecien a lo largo de los años. Un claro ejemplo de un recurso que cumple los requisitos anteriores es el capital humano.

²⁸ Andrew , 1971

²⁹ Zaridis , 2009

Los activos financieros, físicos y tecnológicos son grandes recursos para las PYMES y estos no son difíciles de identificar e imitar. Sin embargo, los activos de la organización no son exactamente activos tangibles o intangibles, pero constituyen un gran recurso en los negocios y en la organización.

Figura 3: Activos tangibles e intangibles de las empresas

Recursos Tangibles	Recursos Intangibles
Financieros	Humanos
Capacidad de endeudamiento Total de activos Capacidad para recaudar fondos	Experiencia y capacidades de trabajadores Confianza Prácticas y procedimientos Know-how
Físicos	Innovadores y creativos
Materias primas Localización favorable de fabricación Estado de la maquinaria	Habilidades técnicas y científicas Capacidad de innovación I+D
Tecnológicos	Reputación
Procesos productivos innovadores Comercio	Reputación con clientes Reputación con proveedores Nombre de marca
Organizacionales	
Profesores de planificación estratégica Óptimos sistemas de evaluación y control	

Fuente: Dess, et.al (2007) (Elaboración propia)

La internacionalización de la producción y la distribución de bienes y servicios, y el comercio y de los flujos de capital, se ha acelerado en la mayoría de los países durante los últimos 20 años³⁰. Este proceso ha sido descrito en términos generales como globalización. Sin embargo, ha sido ampliamente aceptada como un conjunto de actividades relacionadas con la empresa inversora extranjera multinacional o directa que integra sus actividades a través de las fronteras nacionales para maximizar los beneficios o intereses del grupo. Más concretamente, la globalización puede describirse como la apertura más amplia de las economías nacionales en el mercado internacional³¹. Se cree que la globalización no es en realidad un fenómeno nuevo ya que el comercio internacional, la inversión extranjera directa y el movimiento asociado del capital, la

³⁰ Berry y Taggart, 1994

³¹ EPAC, 1995a; 1995b

gestión y el trabajo han estado presentes durante siglos. Si la globalización se define como la mayor apertura de las economías nacionales en el mercado internacional, entonces este impacto tiene consecuencias tanto para las pequeñas y medianas empresas como para las grandes. La notable y creciente participación de las PYMES en el entorno internacional es fruto de la globalización.

No hay duda de que las actividades económicas se están moviendo en dirección a la globalización. El sistema de producción y distribución se está desarrollando en todo el mundo y el papel que desempeña el comercio internacional en el mundo favorece de manera muy positiva la conexión y unión entre países. La globalización crea nuevas estructuras y relaciones, hasta el punto de que las decisiones de negocio y acciones en una parte del mundo tienen consecuencias significativas en otros lugares. La globalización permite la apertura de nuevos mercados y el aumento de la competencia en el mercado en el que el marco geográfico de la competencia deja de ser local o nacional, pasando a situarse en un escenario mundial³².

El mayor impacto de este creciente entorno competitivo y la globalización de los mercados viene dado en cierto modo por los rápidos cambios tecnológicos. Los cambios en las telecomunicaciones y las capacidades de procesamiento de datos permiten coordinar la investigación, la comercialización y operación de producción en todo el mundo. La comunicación casi instantánea permite, en el ámbito financiero, negociar en los mercados las veinticuatro horas del día, y por lo tanto es necesaria una buena asignación de los recursos dentro de las empresas, las industrias y los países. La mayoría de las inferencias sobre el grado de globalización que se basan en las estadísticas del comercio internacional olvidan un punto importante: se trata de la calidad de las transacciones internacionales que han cambiado y no sólo de la cantidad. Ya no son las transacciones de alta distancia de las interacciones internacionales entre empresas, ahora hacen referencia a las interacciones de los individuos y exponen a las personas a ideas y experiencias que antes eran inaccesibles.

El crecimiento de los mercados globales estimula la competencia y obliga a los gobiernos a adoptar políticas orientadas al mercado, tanto a nivel nacional como

³² De Woot, 1990

internacional. Las tecnologías modernas han reducido en gran medida el coste de transmisión de la información y la capacidad para participar en la economía global. De hecho, este crecimiento ha tenido un impacto positivo para las PYMES que no sólo han florecido en las economías nacionales, sino que su presencia internacional cada vez es más notable. Una visión general de la participación de las PYMES en la economía mundial revela al menos tres líneas de actividad: comercio, tecnología e inversión.

Las economías de escala y la investigación y el desarrollo se han convertido en los instrumentos más importantes para la competitividad en la economía mundial. Dado que las PYMES suelen tener una gran desventaja en ambos campos, muchos expertos predijeron la desaparición de la competitividad de las PYMES a medida que la globalización aumentaba. Mientras que muchas pequeñas y medianas empresas han sucumbido a un deterioro de la competitividad, otras han encontrado la manera de mejorar sus posiciones en los mercados mundiales.

Las oportunidades y desafíos a los que se enfrentan las PYMES en el mundo globalizado son diversas. Si las pequeñas y medianas empresas se enfrentan a mayores barreras de entrada en operaciones internacionales en comparación con las empresas grandes, y tienen más dificultades para proteger sus derechos de propiedad, ¿cómo pueden las pequeñas y medianas empresas convertirse en jugadores internacionales? Cuando las PYMES invierten en el extranjero, por lo general, buscan la ayuda de las corporaciones más grandes. Gomes-Casseres (1997)³³ examina el uso de las alianzas estratégicas de las PYMES. Hace tres preguntas:

1. ¿Cuándo utilizan las PYMES alianzas para hacer negocios en el extranjero?
2. ¿Cómo usan las PYMES las alianzas?
3. ¿Qué efecto tienen las alianzas en el desempeño competitivo de la empresa?

Gomes-Casseres (1997) llega a la conclusión de que cuando se trata de pequeñas y medianas empresas, estas tienden a utilizar alianzas para ganar economías de alcance y escala, que es una de las mayores desventajas a las que se enfrentan. Cuando las

³³ Gomes-Casseres, Benjamin (1997) Alliance Strategies of Small Firms. *Small Business Economics*. - Springer. 9, p.33-44.

empresas son grandes, tienden a evitar las alianzas para así no perder el poder total de su negocio. Por lo tanto, las PYMES suelen hacer uso de alianzas con grandes empresas, conocedoras del mercado y con un volumen de clientes grande y asegurado. Sin embargo, se enfrentan a diversos riesgos cuando su poder de negociación es débil porque al igual que las PYMES se alían a las grandes empresas por ciertas razones (economías de escala y alcance, mejora de las capacidades productivas, adquirir oportunidades de negocio futuras, entrar en un mercado poco conocedor etc.), las grandes empresas también buscan beneficiarse de esta alianza que a largo plazo puede crear conflictos de interés. Por lo tanto, es fundamental que a la hora de llevar a cabo una alianza, ambas partes se pongan de acuerdo con las condiciones necesarias para evitar problemas y conseguir destacar frente a su competencia.

En función del tamaño y las características de la empresa, el entorno competitivo influye de diferentes formas en las PYMES. Los elementos de competitividad entre PYMES se relacionan con las actividades que realizan, su crecimiento, su rentabilidad, su financiación, su equilibrio financiero etc. El análisis macroeconómico relaciona la empresa con su entorno, en el cual intervienen factores como la evolución de los mercados, la localización de la empresa la evolución de la competencia así como la globalización.

Según la OCDE³⁴, existen cinco elementos clave asociados a la competitividad de las PYMES. En primer lugar, el papel del propietario/dirigente en la competitividad de las PYMES. Es esencial que el empresario encargado de la toma de decisiones se comprometa a introducir las nuevas tecnologías y recientes innovaciones en la empresa para así asegurar su competitividad y modernización. En segundo lugar, la capacidad de obtención y de utilización de la información científica y tecnológica apropiada. Esto permite al empresario estar al tanto de nuevos avances, de la evolución de los mercados y poder así aumentar su presencia en otros países y seguir compitiendo. La OCDE destaca también la calidad de la organización de la PYME. Debido al alto número de PYMES, es necesario que estas empresas dispongan de una plantilla cualificada con un alto grado de formación. Por otro lado, la inversión material que implica la adquisición de nuevas tecnologías, moderniza la empresa y permite una mejora de la oferta de la

³⁴ OCDE, (1993), Les Petites et Moyennes Entreprises: technologie et compétitivité. France

empresa y una mayor productividad que constituyen una fuente de competitividad. Por último, la flexibilidad consistente en la capacidad de la empresa para aprovechar las oportunidades del mercado y adaptarse a los cambios del entorno. De este modo, cuanto más flexible sea una PYME, debido a su moderado tamaño, esta será capaz de anticiparse y adaptarse mejor al mundo globalizado y competitivo.

3. Evolución de las PYMES en España y su situación financiera

Las pequeñas y medianas empresas son las principales protagonistas de la economía española debido a su significativa contribución al valor total añadido en términos económicos, y en particular, a la alta capacidad de generación de empleo. En este apartado, se comienza analizando la situación actual de las PYMES en España y su aportación a la economía del país. En segundo lugar, hablaré sobre cómo ha evolucionado la obtención del crédito en España y qué implicaciones tiene para las PYMES para finalmente terminar introduciendo las distintas alternativas de financiación que existen para las pequeñas y medianas empresas.

3.1 Las PYMES en España

Actualmente y según el Directorio Central de Empresas (DIRCE), el 99,88% del tejido empresarial en España está constituido por PYMES. A 1 de Febrero de 2014, hay en España un total de 2.667.447 empresas de las cuales 1.146.682 son PYMES y tan sólo 4.163 grandes empresas con más de 250 asalariados que no se consideran PYMES.

Figura 4: Empresas según estrato de asalariados y % total en España

Empresas por tamaño	Total	Tasa de variación %	
		Intermensual	Interanual
Microempresas (1-9 asalariados)	1.006.665	0,4	-0,55
Pequeñas (10-49 asalariados)	119.482	0,99	-0,24
Medianas (50-240 asalariados)	20.535	0,61	-0,06
PYME (1-249 asalariados)	1.146.682	0,46	-0,51
Grandes (250 o más)	4.163	0,31	0,24
Empresas con asalariados	1.150.845	0,46	-0,5
Empresas sin asalariados	1.516.602		0,76
Total empresas	2.667.447		0,21

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social (Elaboración propia)

Desde 1997, se registraron un importante número de empresas consideradas PYMES. En 2007, el número de PYMES alcanza su máximo con casi 3.400.000 empresas. Sin embargo, a partir de 2008 las PYMES españolas se vieron muy afectadas por la recesión económica, destruyendo cerca de 70.000 (2,0%) PYMES por año³⁵.

³⁵ Ministerio de Empleo y Seguridad Social (MEySS)

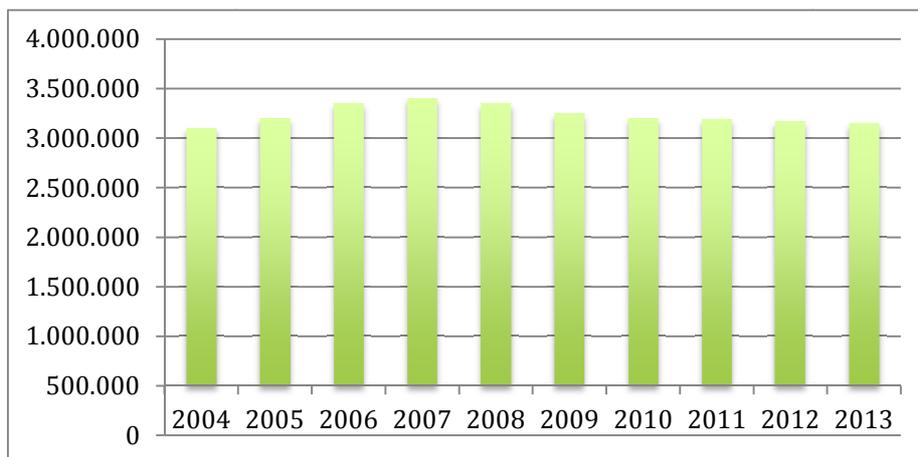
La mayoría de las empresas españolas están especializadas en el sector industrial³⁶ con un uso de tecnología muy básica como por ejemplo: la fabricación de productos alimenticios y bebidas, textiles y prendas de vestir, muebles, etc. y por ofrecer servicios menos intensivos en conocimiento así como comerciales, de alojamiento, servicios de alimentación, agencias de viajes, etc. Los sectores de alto valor añadido, siguen estando poco representados hoy en día en la economía española en cuanto al número de empresas, el empleo y el valor añadido, provocando así un vacío en la economía en general. La transición deseada hacia actividades intensivas con mayor conocimiento todavía se ve obstaculizada por la falta de una mayor liberalización de los servicios profesionales, lo que debería permitir la libertad de acceso y la práctica de actividades de alto valor añadido. Más adelante podremos ver esta distribución sectorial de las empresas.

3.1.1. Evolución de las empresas

La crisis económica y financiera de los últimos años ha tenido un impacto significativo en el desarrollo de la economía empresarial. En España, desde el 2008 hasta el 2014, las empresas han experimentado un crecimiento negativo. Muchos de los problemas a los que se enfrentan las PYMES como por ejemplo: la falta de financiación, baja productividad, etc., se han visto agudizados, lo que ha llevado a una desaceleración acentuada para estas pequeñas y medianas empresas en comparación con las grandes empresas. Asimismo, al ser altamente dependientes del mercado interno, las PYMES en España sufrieron aún más cuando el consumo nacional se desplomó como consecuencia de la burbuja inmobiliaria y sus posteriores resultados.

³⁶ INE, DIRCE 2014

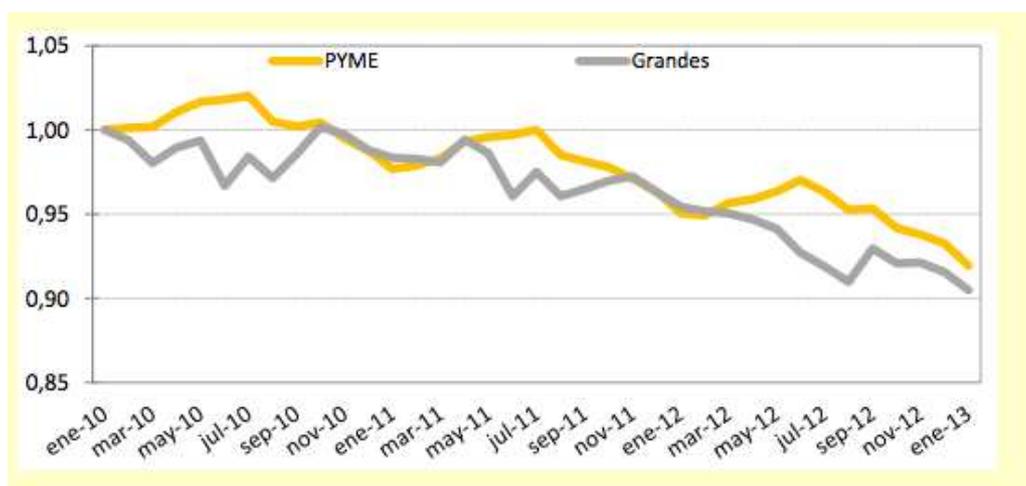
Figura 5: Evolución del número de empresas y variación anual (%)



Fuente: INE, DIRCE (Elaboración propia)

Como podemos observar en el gráfico anterior, hasta el 2007, el número de empresas en España incrementó. Sin embargo, en 2008 y a raíz de la crisis, hubo un incremento de bajas de empresas ya que muchas de ellas no podrían hacer frente a sus deudas y el acceso a la financiación por parte de las entidades de crédito empezó a estar más regulado. El 1 de enero del año 2013 había en España 3.139.106 PYMES³⁷ incluyendo aquellas empresas sin asalariados, que hacen referencia a autónomos sin asalariados. En febrero de 2014, se registraron 2.663.284 empresas. Esto supone una disminución de 475.822 empresas con respecto al año anterior, o lo que es igual a una reducción del 15,16%.

Figura 6: Evolución de las PYMES y de las grandes empresas



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social. Índice valor: enero 2010=1,00

³⁷ INE, DIRCE 2013 y Comisión Europea, Ficha informativa de la SBA 2013

A nivel sectorial, el sector manufacturero se vio particularmente afectado con una caída del 30% en el valor agregado y el número de empleados de las PYMES entre 2008 y 2013. La razón principal de esta disminución recae en el sector automovilístico y aquellas industrias asociadas en las que la demanda en Europa se redujo y los costes de mano de obra incrementaron. El sector de la construcción también experimentó resultados negativos reduciendo a la mitad el valor añadido generado por las PYMES. Esta dramática caída fue causada por el estallido de la burbuja inmobiliaria así como por los retrasos en los pagos a proveedores por muchas administraciones locales.

Atendiendo a los últimos datos publicados sobre la distribución de las empresas en función de su tamaño y sector de actividad, las microempresas industriales constituyen un 48% del total del sector industrial. El mayor número de empresas se aglutina en el sector de la construcción: el 59,4% de las microempresas sin asalariados seguido del resto de sectores.

Figura 7: Distribución sectorial por tamaño de empresa, 2012

Sector	Micro sin asalariados	Micro (1-9)	Pequeñas (10-49)	Medianas (50-249)	PYMES (0-249)	Grandes (250 y más)
Industria	37,6%	48,0%	11,8%	2,2%	99,6%	0,4%
Construcción	59,4%	37,1%	3,2%	0,3%	99,9%	0,0%
Comercio	49,7%	47,1%	2,7%	0,4%	99,9%	0,1%
Resto de Servicios	55,5%	40,6%	3,1%	0,6%	99,9%	0,1%
Total	53,5%	42,2%	3,6%	0,6%	99,9%	0,1%

Fuente: INE, DIRCE (datos a 1 enero 2013) (Elaboración propia)

Un 11,8% de las pequeñas empresas (entre 10 y 49 empleados) se dedican al sector industrial. Dentro de esta dimensión de empresas, al igual que para las medianas empresas, el sector industrial es el que predomina.

Las PYMES contribuyen de manera significativa al empleo en España. En enero de 2014, había 6.896.200 trabajadores inscritos en la Seguridad Social de un total de 11.851.500. Esto supone cerca del 58,2% del total de trabajadores.

Figura 8: Trabajadores inscritos en la Seguridad Social

Empresas por tamaño	Total	Tasa de variación %	
		Intermensual	Interanual
Microempresas (1-9 asalariados)	2.534.800	0,6	0,02
Pequeñas (10-49 asalariados)	2.326.900	1,02	-0,33
Medianas (50-240 asalariados)	2.034.500	0,67	0,15
PYME (1-249 asalariados)	6.896.200	0,76	-0,06
Grandes (250 o más)	4.955.300	0,23	0,49
Total trabajadores	11.851.500	0,54	0,17

Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social (Elaboración propia)

En los últimos años, ha habido una caída drástica del total del número de empleados en las PYMES. En 2013, el número de trabajadores en las PYMES era de 8.504.902 lo que se traduce en una pérdida de 1.608.702 puestos de trabajo con respecto a este año.

Las grandes empresas también han sufrido disminuciones en el número de trabajadores pero la caída no ha sido tan pronunciada como para las pequeñas y medianas empresas. En 2013, había 5.029.500 trabajadores en las grandes empresas. En comparación con este año, se han perdido 74.300 puestos de trabajo.

La situación de crisis en la que España está actualmente sumergida, ha afectado mayoritariamente al empleo de las pequeñas y medianas empresas debido a la imposibilidad de estas empresas a pagar a sus empleados por su alto endeudamiento y la limitada financiación.

3.2. Evolución de la situación financiera en España

Una vez analizadas las PYMES en España y su evolución, se puede observar que el estallido de la crisis económica y financiera provoca una significativa disminución de pequeñas y medianas empresas que a su vez implica la reducción de muchos puestos de trabajo. La crisis va a traer consigo serios problemas financieros de los cuales las PYMES se van a ver más afectadas. A continuación analizaremos la evolución de la situación financiera en España y los problemas derivados de este escenario para las PYMES.

La evolución de la situación financiera en los últimos años ha estado marcada por la llegada de la crisis. El crédito en España constituye la principal fuente de financiación de las empresas en España y en especial para las PYMES ya que no pueden recurrir con la misma facilidad a las distintas fuentes de financiación que las grandes empresas. Desde mediados de 2008, los préstamos concebidos a las empresas se han visto reducidos debido al contexto de desaceleración económica y al excesivo endeudamiento de muchas de las empresas. En este apartado analizare los tres aspectos más relevantes de la evolución financiera de las PYMES: crédito, morosidad y coste de financiación.

3.2.1. Crédito

El crédito en España se ha visto reducido a lo largo de los últimos años para intentar corregir los abundantes créditos concebidos en la etapa expansiva previa a la crisis a personas y empresas poco solventes. El siguiente gráfico nos muestra la evolución del crédito concebido por entidades de crédito desde el 2007 hasta el 2011.

Figura 9: Total del crédito dispuesto en España (crecimiento intertrimestral %)

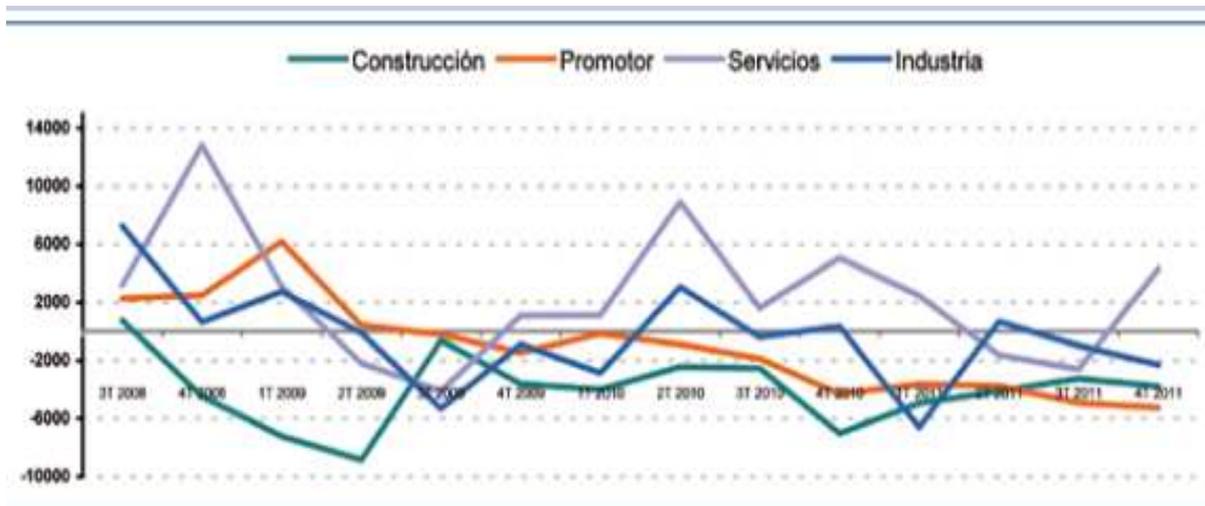


Fuente: Banco de España

Como podemos ver, hay una tendencia decreciente desde el año 2007 hasta hoy en día, con valores negativos que alcanzaron su mínimo en el último trimestre de 2009.

A la hora de valorar la evolución del crédito concebido, resulta interesante analizarlo en función del sector de actividad de la empresa y según su tamaño, ya que ofrece una perspectiva relevante del comportamiento a lo largo del tiempo.

Figura 10: Variación trimestral del crédito para financiar actividades productivas (millones de euros)



Fuente: Banco de España

Desde mediados del 2009, el sector promotor experimentó una caída progresiva con alguna subida pero sin llegar a su máximo de 6000 millones de euros desde el primer trimestre del 2009.

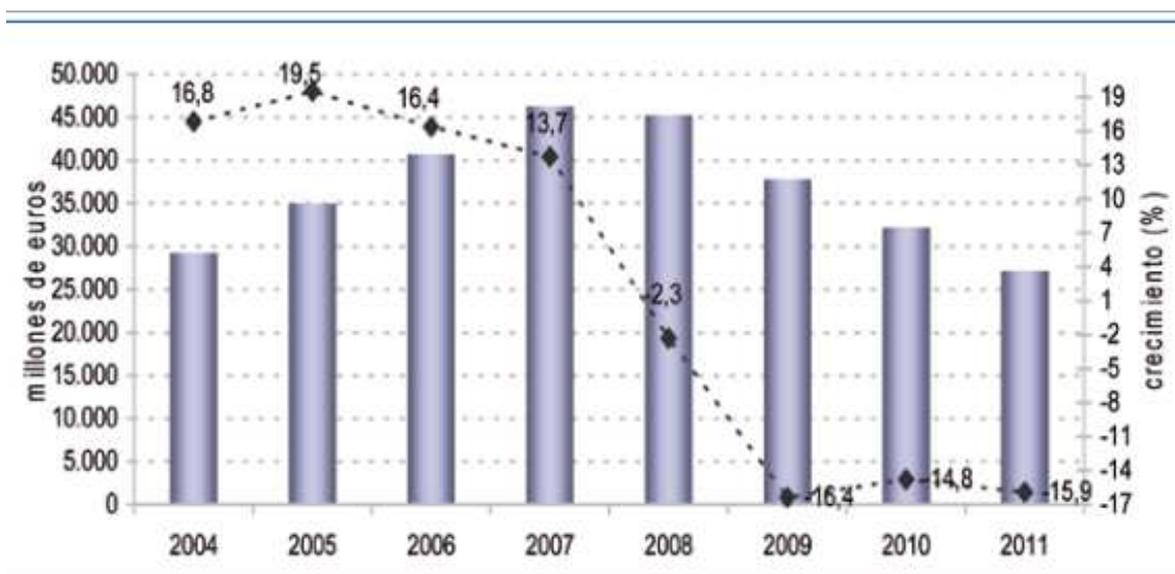
Con la llegada de la crisis y la burbuja inmobiliaria, el sector de la construcción experimentó un fuerte descenso desde el 2008, llegando a mínimos negativos de casi 10000 millones de euros en el segundo trimestre del 2009. Durante los dos últimos trimestres, se puede apreciar una ligera mejora presentando mejores valores que otros sectores. Sin embargo, desde este momento, el crédito para financiar actividades de construcción no vuelve a ser positivo aunque sí que experimenta alguna mejora.

Con respecto al sector servicios, después de llegar a su auge en el último trimestre de 2008 con casi 13000 millones de euros, la concesión del crédito cae en picado hasta llegar a números negativos de unos 3000 millones de euros en el tercer trimestre de 2009. Desde ese momento, el sector experimenta altibajos intentando siempre mantenerse en número positivos.

Por último, en el sector industria, se puede observar que el crédito concebido disminuye desde el 2008 con algún repunte positivo en el segundo trimestre del 2010 y 2011 para finalmente volver a caer en el tercer y cuarto trimestre sobrepasando un valor negativo de casi 2200 millones de euros.

En relación a los tipos de financiación que ofrecen las entidades financieras: deudas a plazo y arrendamientos financieros, existe una clara tendencia descendente en ambos casos debido al aumento de la morosidad, que exige a las entidades a tener mayor prudencia, la cual no tenían antes de la crisis debido al relajamiento de los estándares de riesgo. La evolución de los arrendamientos financieros hasta el 2011 puede verse ilustrada en el siguiente gráfico.

Figura 11: Arrendamientos financieros

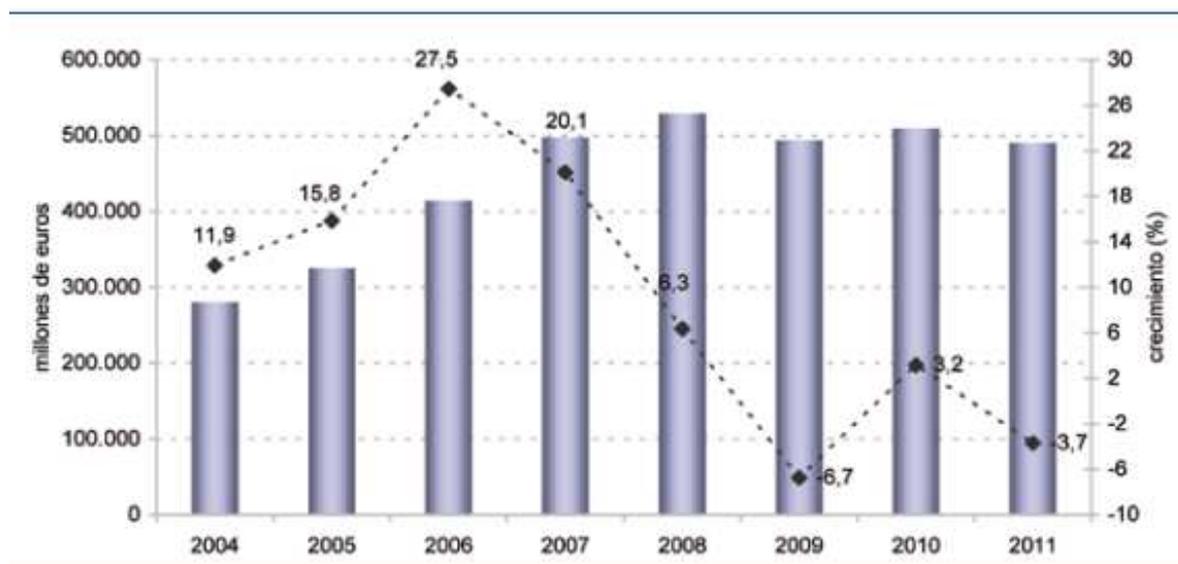


Fuente: Banco de España

La disminución de la financiación por parte de las entidades de crédito debido a la crisis, lleva consigo una serie de consecuencias. En primer lugar, los problemas bancarios interfieren con los sistemas de comercio de la economía; las PYMES no disponen del capital suficiente para internacionalizar sus negocios y comercializar sus productos. En segundo lugar, puede distorsionar la asignación eficiente de los recursos ya que en vez de utilizarlos para actividades más importantes, se centrarán en aquellas que más les convenga. Finalmente, la reducción tiene un impacto en la tasa de empleo

ya que las PYMES tienen que hacer frente a sus deudas y no se ven capacitados para mantener un cierto número de empleados además de reducir su crecimiento y expansión.

Figura 12: Deudores a plazo

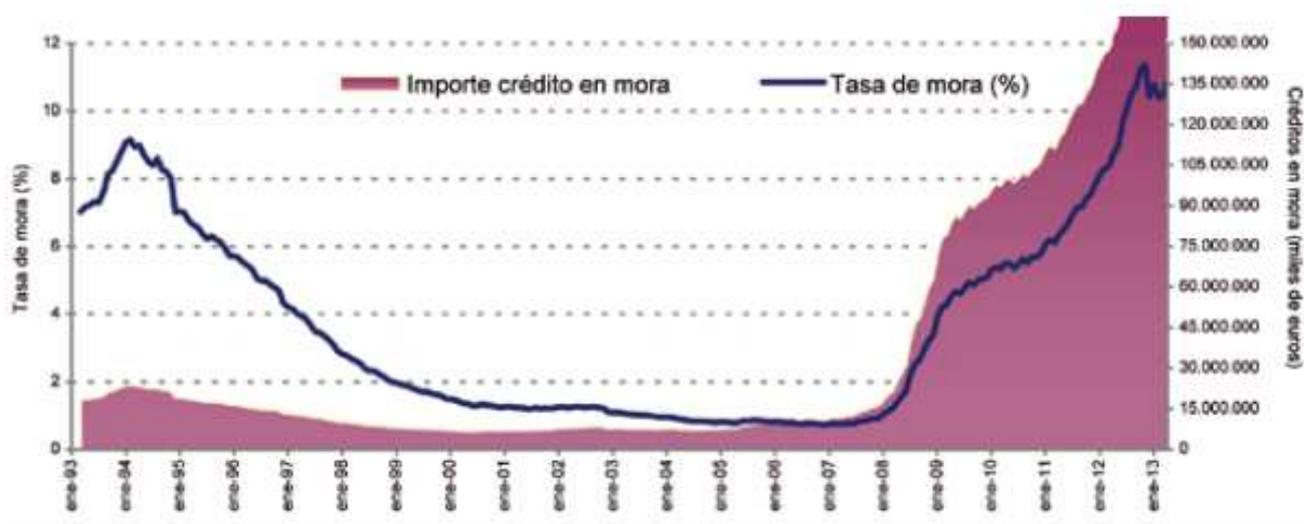


Fuente: Banco de España

3.2.2. Morosidad

Los créditos morosos desde el comienzo de la crisis económica y financiera comienzan a aumentar llegando en 2013 a una cifra aproximada de 168.000 millones de euros, mientras que en los años anteriores al 2008, la cifra no llegaba a los 10.000 millones de euros. La tasa de mora también ha incrementado significativamente produciéndose así grandes efectos de impago.

Figura 13: Morosidad



Fuente: Banco de España

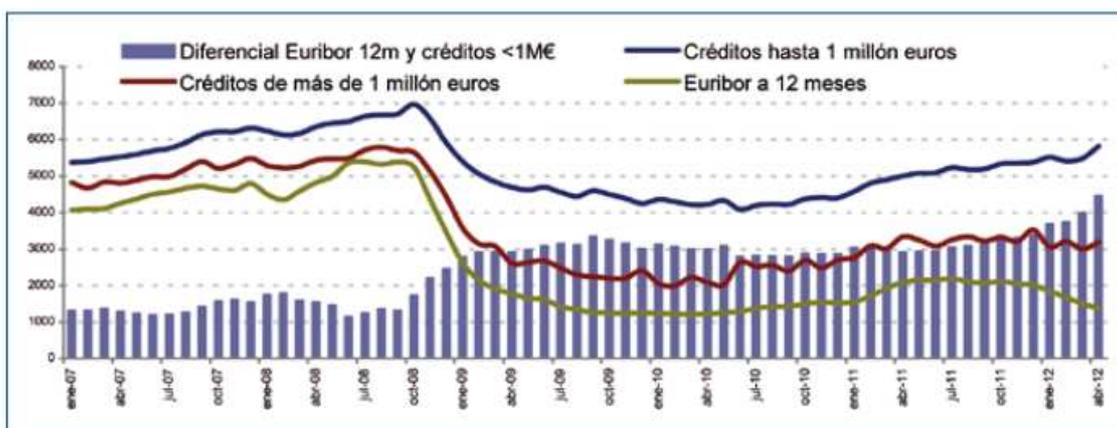
Como consecuencia de estas elevadas cifras, el acceso a la financiación se reduce notablemente y por lo tanto, el cierre de las empresas, en especial, las pequeñas y medianas aumenta.

3.2.3. Coste de la financiación

El índice Euribor es el tipo de interés interbancario en la eurozona. Es la principal referencia, publicada diariamente, que indica el tipo de interés promedio al que las entidades financieras se prestan dinero en el mercado interbancario del euro³⁸ que prestan dinero en el mercado interbancario de la zona euro. Como se puede observar en el siguiente gráfico, a partir de Octubre de 2008 el Banco Central Europeo (BCE) comienza a bajar los tipos de interés llegando a un mínimo de 1,21% en el primer trimestre de 2010. Esta bajada de tipos la llevó a cabo el Banco Central Europeo como solución para activar la demanda y el sistema productivo y de este modo salir de la crisis. Sin embargo, esta medida no ha mostrado ser una vía de escape de la crisis ya que la estabilización de la economía también es necesaria y logrará el resultado esperado con el tiempo.

³⁸http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/13/Arc/fic/presbe2013_58.pdf

Figura 14: Tipo de interés de nuevas operaciones para sociedades no financieras



Fuente: Banco de España

Mientras que el Euribor a 12 meses y los créditos inferiores al millón de euros incrementaron hasta el segundo semestre de 2008 de forma paralela, a partir de ese momento, el Euribor descendió de manera drástica en comparación con los créditos provocando así un diferencial de casi un 3%. A pesar de la gran bajada de los tipos de interés a lo largo del periodo de crisis y con unas instituciones financieras concediendo créditos a menor coste, el importe de préstamos se redujo por los grandes problemas de liquidez de las empresas y los altos grados de endeudamiento que presentaban.

Las restricciones de las entidades financieras a concebir créditos y los problemas de liquidez y mora de las empresas provocan así que el diferencial entre el Euribor a 12 meses y los créditos menores de un millón de euros sea mayor cada año y las empresas no puedan beneficiarse de la bajada de tipos. Este acceso a la financiación afecta en mayor medida a las pequeñas y medianas empresa ya que soportan una prima de riesgo mayor, y los niveles de solvencia y rentabilidades del negocio no son comparables.

3.2.4. Implicaciones para las PYMES

Después de analizar la evolución de la situación financiera en España en los últimos años, se ha podido observar que esta ha sufrido un crecimiento negativo como consecuencia del estallido de la crisis. El crédito y la morosidad han aumentado cada año y el diferencial del Euribor con respecto a los créditos se ha hecho mayor. Este entorno de restricciones, alargamiento en los plazos de pago y el impago tienen considerables implicaciones para las PYMES.

En primer lugar, se han cerrado un gran número de empresas (Figura 4) por la imposibilidad de hacer frente a sus pagos y las reducciones por parte de las entidades financieras de concebir un crédito. Existen tres grandes razones por las cuales las entidades han decidido limitar este acceso: la necesidad ineludible de desapalancamiento financiero, los riesgos de quiebra y de destrucción del euro y la propia evolución de la recesión española.

A su vez, el cierre de las pequeñas y medianas empresas implica una gran pérdida de puestos de trabajo (Figura 7) lo que supone un coste tanto económico como social. El coste económico hace referencia a la disminución de la producción de bienes debido a la reducción en la demanda por parte de la población ya que tienen menos capital disponible por lo que la economía se estanca. Por otro lado, el coste social abarca la pobreza humana, las privaciones e inquietud social y política que implica el desempleo en grandes escalas. Además, muchos empleados viven con miedo a ser despedidos de sus trabajos como consecuencia de la reducción de costes de las empresas. Esto deriva en un menor rendimiento en su trabajo por el alto grado de tensión que sufren.

Por último, el alto grado de endeudamiento como resultado de las demoras en los pagos y la morosidad de muchas personas, hace que las PYMES sean poco solventes y provoquen que los bancos adopten medidas más severas y exijan mayores intereses para concebir un crédito. Por esta razón, muchas de las PYMES se ven incapacitadas y tienen que cerrar forzosamente o incluso quiebran.

Aunque parezca que la evolución del crédito en España es muy desfavorable para las pequeñas y medianas empresas, éstas siguen teniendo oportunidades empresariales que deberían aprovechar. Un ejemplo claro sería la introducción de las marcas blancas en los mercados. En épocas de crisis, los individuos son más conscientes del precio de los productos y servicios y, a la hora de tomar una decisión, centran su atención en el binomio calidad-precio.

La bajada de los tipos de interés como factor característico para la concesión de crédito, atrae la atención de los empresarios que facilitará el acceso a la financiación de las PYMES una vez que el proceso de reestructuración del sector financiero finalice.

Además, las corporativas podrían convertirse en la principal fuente de financiación de las PYMES debido a sus sostenidos valores positivos en un periodo económico en el que la coyuntura del país responde a una crisis financiera con caídas significativas de las cajas de ahorros y del crédito a sectores como el promotor y el de la construcción.

La crisis puede resultar en una oportunidad para reactivar la actividad económica utilizando las capacidades innovadoras y creativas de las personas para crear nuevos negocios e implantarlos en diferentes mercados, y así beneficiarse del actual mundo globalizado. Muestra de este espíritu innovador es el caso de la empresa *e-park*. Se trata de una aplicación para Smartphones que permite realizar todas las funciones de un parquímetro con el móvil. Esta pequeña empresa ha sabido beneficiarse de las adversidades de la crisis y ha llevado a cabo un producto renovador sin grandes necesidades de financiación y con unas expectativas futuras favorables.

Como alternativa a la negativa evolución financiera en España y a las restricciones de crédito, se presentará en el siguiente apartado el Mercado Alternativo de Renta Fija para que las PYMES una solución al acceso a la financiación. Pero antes, se analizarán las formas clásicas de financiación de las PYMES.

3.3. Estructura de financiación de las PYMES

Como se ha podido observar en el apartado anterior, el acceso a la financiación sigue siendo un claro obstáculo para el desarrollo de las PYMES en la economía mundial. La financiación puede ayudar a las empresas a poner en marcha su negocio o incluso a ampliarlo a través del desarrollo, entre otras cosas, de nuevos productos y procesos de producción, y la inversión en capital humano. Una variedad de servicios financieros como por ejemplo el crédito, los ahorros, los seguros y facilidades de pago, son cruciales para el crecimiento del ciclo de vida de las PYMES.

Según varios estudios realizados por IPYMES, las pequeñas y medianas empresas se basan en la financiación interna mucho más que las grandes empresas³⁹, y la probabilidad de que una PYME tenga acceso a un crédito bancario es de

³⁹ <http://www.ipyme.org/es-es/financiacion>

aproximadamente un tercio de lo que es para una empresa de tamaño medio, y menos de la mitad de lo que es para una empresa más grande.

Las empresas, a menudo dependen de fuentes informales de financiación⁴⁰ para las primeras etapas de su desarrollo ya que es una fuente flexible que no está regulada ni supervisada por los organismos y permite solventar los problemas de bajos ingresos. La financiación ajena, sin embargo, empieza a ser más importante a medida que las empresas comienzan a expandirse, y el acceso a ella puede determinar de forma decisiva la trayectoria de crecimiento de la empresa. Las fuentes de financiación internas suelen incluir los propios ahorros de un empresario, los beneficios no distribuidos, o la financiación a través de la venta de activos. Las fuentes externas de financiación pueden ser informales: familiares y amigos, socios o de proveedores; y formales como por ejemplo la deuda o el capital.

La gap en la financiación de las PYMES es el resultado de un desajuste entre las necesidades de las pequeñas empresas y la oferta de servicios financieros que normalmente, son más fáciles para las grandes empresas a acceder. El universo de financiación de las PYMES, en el que los proveedores son capaces de cumplir con su rendimiento esperado sobre el capital mientras que sirve las necesidades del cliente, puede ser muy limitado. Esto se debe a las debilidades intrínsecas de las PYMES, errores en los modelos de entrega de proveedores y, sobre todo, las carencias persistentes en torno a los servicios financieros: normas de contabilidad y auditoría, sistemas de información de crédito, avales y regímenes de insolvencia etc.; y el marco legal y financiero de las instituciones e instrumentos financieros.

Principalmente, la financiación de las empresas se origina en cuatro fuentes⁴¹: autofinanciación, créditos y préstamos de proveedores y particulares, aportaciones de los socios y créditos o préstamos de entidades financieras. A menor tamaño de la empresa, mayor sea su innovación y menor es el periodo de constitución de la PYME,

⁴⁰ García Mandaloniz, Marta (2003). *La financiación de las PYMES*. Navarra: Cizur Menor

⁴¹ Vid. PLANASDEMUNT GUBERT, Jordi: El Segundo Mercado, Horizonte Empresarial, febrero 1987, núm. 1968, pg. 19

las dificultades de financiación se hacen mayores y por lo tanto experimentan serias limitaciones para acceder tanto a la financiación ajena como a la financiación propia.

3.3.1. Financiación Ajena

Mientras que en algunas partes del mundo las empresas se están recuperando rápidamente de la crisis financiera, en otros países las alternativas de financiación para las PYMES siguen siendo limitadas. La crisis ha provocado que los bancos lleven a cabo mayores precauciones en la prestación de créditos, y los reguladores están más preocupados por la gestión del riesgo y los procesos de aseguramiento de crédito.

La mitad de las PYMES que utilizan al menos una forma de financiación externa⁴², utilizan comúnmente la financiación bancaria, ya sea préstamos, tarjetas de crédito, etc. Una minoría de este tipo de empresas utiliza la financiación mediante acciones, ya sea por inversores de capital riesgo o por inversores individuales con altos patrimonios que invierten su dinero en empresas en crecimiento. Las PYMES no suelen acceder a los mercados de capitales o de renta fija debido a su tamaño y las pequeñas cantidades de dinero de las que disponen. Estas restricciones limitan la posibilidad de dotar de reservas y en última instancia, la posibilidad de inversión. A continuación analizaré los distintos tipos de financiación ajena disponibles.

3.3.1.1. Financiación bancaria

Por lo general, la fuente más importante de financiación externa para las PYMES es el crédito y préstamo bancario. Las PYMES suelen necesitar una variedad de servicios financieros adicionales que sólo los bancos comerciales están bien posicionados para ofrecer. Estos incluyen: la gestión de tesorería, seguros, transferencias y otros productos transaccionales. La financiación bancaria puede ser a corto plazo cuyo vencimiento es menor a un año, y a largo plazo. Como instrumentos de corto plazo podemos encontrar el crédito – préstamo a corto plazo, el descuento comercial, el factoring, el confirming y el comercio exterior. Por el contrario, la financiación bancaria a largo plazo es un tipo de financiación cuyo vencimiento es superior a un año y en el cual podemos destacar

⁴² BDRC Continental (2011) “SME Finance Monitor Survey” (November 2011)

tres instrumentos: préstamos - créditos hipotecarios y no hipotecarios a largo plazo, leasing y renting. En este apartado se analizará cómo prestan dinero los bancos y cómo ha afectado la crisis a este acceso.

Antes de la crisis, el acceso al crédito para las PYMES en España era fácil y se obtenía en unas condiciones que no remuneraban a los bancos por el nivel de riesgo que asumían. Sin embargo, a partir del 2008, las condiciones de la financiación bancaria cambiaron debido al fuerte endeudamiento del sector empresarial español. La necesidad de desapalancamiento provocó un cambio en el sistema bancario con una fuerte restricción crediticia para las empresas y en especial para las PYMES, cuanto más pequeña es una empresa, las probabilidades de impago son mayores puesto que los recursos que tienen para diversificar sus ingresos son menores, dependen más de los mercados locales y suelen tener una menor solvencia. Estas restricciones conllevan la reducción de inversiones, la imposibilidad de financiar el crecimiento de la empresa vía exportaciones, la financiación de las ventas y como consecuencia el aumento de la cifra de paro.

Uno de los principales problemas con las PYMES en relación con los bancos es su imposibilidad de financiación a largo plazo⁴³ en condiciones atractivas por lo que es imposible llevar a cabo proyectos de inversión de larga duración, esencial para una pequeña y mediana empresa.

Del mismo modo que las PYMES se quejan de las grandes dificultades para obtener recursos crediticios a precios razonables, de las grandes cantidades de garantías que requieren, la no concesión de préstamos a interés variable, la negativa a financiar proyectos de pequeña envergadura así como los elevados gastos de transmisión en transacciones transfronterizas;⁴⁴ las entidades de crédito expresan que deben de tener ganancias en los préstamos que ofrecen, ponen en juego el dinero de sus clientes y por lo tanto corren un riesgo mayor, además del riesgo de incumplimiento por parte de las PYMES y la poca transparencia de su negocio.

⁴³ García Mandaloniz, Marta (2003). *La financiación de las PYMES*. Navarra: Cizur Menor

⁴⁴ COM (93) 528 final, de 10 noviembre 1993, pg. 17; COM (94) 435 final, de 28 octubre 1994, pgs.16-17

De este modo, las PYMES tienen una clara dependencia respecto a las entidades bancarias, mientras que los bancos pueden seguir sacando rentabilidades de grandes empresas. Este limitado acceso podría reducirse de distintas formas. En primer lugar, si las pequeñas y medianas empresas consiguiesen un mayor poder de negociación en cuanto a las condiciones fijadas por las instituciones financieras para así poder llegar a un acuerdo en el que ambas partes se beneficiaran del contrato. Asimismo, si las garantías exigidas por las instituciones crediticias fueran menores aun teniendo en cuenta las pequeñas dimensiones de las empresas y la falta de información sobre la viabilidad de los proyectos que pretenden llevar a cabo debido a que se tratan de empresas de nueva creación. Finalmente, si la información proporcionada por las PYMES fuese precisa y fiable y abarcase toda la información que se tiene, el banco podría valorar la empresa de una forma más exacta y así conceder un crédito o un préstamo con mayor seguridad y sin incertidumbres sobre su posible recuperación o viabilidad de sus actividades.

Muchos de los Bancos Centrales están aumentando sus actividades en los mercados crediticios de las PYMES, a través de las inyecciones directas de capital en el sistema bancario e indirectamente a través de fondos de garantías y otros instrumentos de riesgo compartido. La crisis financiera ha aumentado los recursos para este tipo de iniciativas.

3.3.1.2. Financiación comercial

Cuando la financiación ajena por parte de las entidades de crédito no es posible o suficiente, las pequeñas y medianas empresas optan por otra vía más accesible como por ejemplo los socios, amigos, familiares, proveedores y acreedores.

Los créditos concebidos por los socios son comúnmente reconocidos como capital social. Son una fuente de financiación de origen externo con la que la PYME puede obtener recursos pero que con el tiempo los recursos pasarán a formar parte de la financiación propia de la empresa. Se trata de recursos financieros que la empresa obtiene del exterior. Los socios pueden financiar a la empresa por medio de la concesión o garantía de préstamos o créditos. En ocasiones, estos créditos o préstamos se utilizan para encubrir necesidades de capital propio como la falta de liquidez, falta de solvencia, de garantías o de pérdidas de capital.

La financiación por parte de familiares o amigos se convierte en una alternativa asequible cuando las dificultades para concebir un crédito por parte de las entidades financieras incrementan. Esta forma de financiación presenta tres claras ventajas⁴⁵: no exige garantías ni información detallada de la empresa, la confianza y la cotidianidad. Aunque este modo de obtención de crédito es una vía fácil, a veces las cantidades son pequeñas y no suelen cubrir todas las necesidades financieras de la empresa.

Este tipo de financiación ajena, a menudo, se confunde con los recursos propios de la empresa ya que los familiares o amigos no suelen exigir garantías, corriendo un gran riesgo, y no existen, en la mayoría de los casos, tipos de interés en los préstamos.

Por otro lado, el crédito de proveedores es una fuente común de financiación para muchas PYMES y corporaciones de todo el mundo. Estas operaciones suelen producirse entre dos empresas. El crédito comercial permite a las empresas retrasar el pago de bienes y servicios adquiridos, y por lo tanto ayuda a la gestión del flujo de caja efectivo de la compañía. El crédito comercial se utiliza, por lo general, para cubrir las necesidades del fondo de maniobra a corto plazo. Su mayor uso se concentra en la pequeña empresa más que en la mediana ya que se trata de una relación inversa entre el tamaño de la empresa y la necesidad del crédito de provisión.⁴⁶

El aplazamiento del pago a acreedores comerciales depende de la confianza que los acreedores tengan con la empresa y en la capacidad que tenga la empresa de cumplir con sus obligaciones de pago cuando llega el vencimiento. La principal ventaja de este instrumento son los gastos financieros que se ahorra la PYME pero por lo contrario, no podrá beneficiarse de los posibles rappels por pronto pago.

⁴⁵ LAFUENTE FÉLIZ, Alberto, SALAS FUMAS, Vicente y PÉREZ SIMARRO, Ramón: Financiación, rentabilidad... op. Cit., pg.46

⁴⁶ Vid. MORATO ACÍN, Juan Antonio: Estructura financiera de la PYME y su inflexión en la recesión, op. cit., pg.31

3.3.1.3. PYMES: fuente de financiación ajena de clientes

Las PYMES se financian a corto plazo con créditos comerciales o de sus proveedores, pero también cabe la posibilidad en que concedan créditos comerciales a sus propios clientes.

Cuando los clientes se retrasan en el pago de los créditos concebidos por las PYMES, surge la iliquidez que se empeora con el retraso en el pago. Esto puede llegar a convertirse en un problema ya que si los clientes no pueden hacer frente a sus deudas, las PYMES, al mismo tiempo, tampoco podrán pagar las suyas a las entidades financieras por lo que puede convertirse en un serio problema. El alargamiento de los plazos de pago⁴⁷ aumentan las cargas financieras que tienen que soportar las PYMES ya que se elevan las necesidades de tesorería, se reduce el margen de beneficios y se originan múltiples gastos administrativos.

El alargamiento de los plazos de pago y la morosidad en los pagos se ven mayoritariamente afectados por las PYMES debido a que normalmente, sus clientes les imponen mayores plazos y sufren mayores retrasos que las grandes empresas que dan como resultado una menor competitividad de las PYMES frente a las grandes empresas.

3.3.1.4. Financiación especializada

La disponibilidad y el acceso a la financiación para las medianas y pequeñas empresas es muy limitado, en especial, en fases de creación e innovación, y supone un importante freno al crecimiento. Debido al carácter innovador y a la reducida cartera de productos que les impide aprovechar los recursos financieros creados por otras líneas de actividad, se ha visto preciso introducir nuevas formas de financiación para que estas pequeñas empresas puedan salir adelante. Como instrumentos de financiación especializada podemos destacar: el préstamo participativo, la emisión de obligaciones, las Sociedades de Garantía Recíproca, las Sociedades de Capital Riesgo y los Business Angels. A continuación analizaremos en detalle las Sociedades de Capital Riesgo y los Business Angels.

⁴⁷ SEC (1992) 2214, de 18 Noviembre, pgs. 8-9

Las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) son aquellas que invierten en PYMES con expectativas de crecimiento con la finalidad de financiarlas temporalmente cuando presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación. La Ley 1/1999 define este tipo de sociedad como aquella “Actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan especiales dificultades para acceder a otras fuentes de financiación”⁴⁸. La principal ventaja de las SCR es que aportan a las PYMES una visión profesional del negocio y una cierta flexibilidad además de facilitar financiación a empresas con potencial de desarrollo y crecimiento que no han podido obtener por otras fuentes. Sin embargo, el coste es muy elevado debido al gran riesgo que asumen las SCR ya que son empresas novedosas cuyos proyectos futuros pueden no salir adelante y la empresa puede cerrar.

Actualmente, el Ministerio de Economía creó el pasado 30 de Mayo de 2014⁴⁹ las entidades de Capital-Riesgo-PYME. Se trata de entidades que podrán invertir hasta un 70% de su patrimonio en acciones de pequeñas y medianas empresas. Esta inversión se podrá hacer mediante acciones u otros valores o instrumentos financieros y les dará derecho a participar en la gestión y el asesoramiento a las PYMES. Estas entidades tienen la finalidad de aumentar el valor de la empresa (PYME) y una vez que la inversión este en un momento maduro, el capitalista se retira obteniendo un beneficio por su aportación.

Por otro lado, los Business Angels son inversores con altos conocimientos en distintos sectores que invierte en empresas nuevas o en expansión. Por lo general, están involucrados en el negocio ya sea directamente o como mentor. Pueden contribuir en el capital del negocio, con sus habilidades directivas y con su red de contactos en beneficio de la PYME. A diferencia de las SCR, los Business Angels normalmente se implican en la gestión de la empresa, no necesitan cumplir ningún requisito formal ni están sometidos a procesos de supervisión y además invierten su propio dinero en vez de invertir recursos normalmente de inversores institucionales. Pueden ser tanto

⁴⁸ http://noticias.juridicas.com/base_datos/Fiscal/11-1999.html

⁴⁹ <http://www.eleconomista.es/envio-ultima-hora-ecoley/noticias/5821657/05/14/Llegan-las-entidades-de-capitalriesgopyme-para-impulsar-la-creacion-de-empresas.html#.Kku8LLagxD2u3jP>

individuos como empresas de capital riesgo que están dispuestos a asumir alto riesgo para incrementar un nuevo negocio. La mayor ventaja de utilizar los Business Angels como alternativa a la financiación es que pueden tomar decisiones de inversión con bastante rapidez.

3.3.2. Financiación Propia

La estructura óptima de financiación de una empresa debe consistir en una combinación de recursos propios y ajenos. La financiación propia es comúnmente utilizada como apoyo a la financiación ajena, para asegurar por un lado, la maximización del valor de la empresa, y por otro, la minimización del coste de capital⁵⁰. La financiación propia está constituida por los recursos financieros propiedad de una empresa que fueron aportados al inicio de la actividad por los socios. Los recursos forman parte del patrimonio neto y que no es exigible. Una empresa puede obtener una financiación interna con fondos propios como es el caso de la autofinanciación, o puede obtener fondos propios externos por medio de las aportaciones de los socios o inversores.

3.3.2.1. Autofinanciación

La autofinanciación se define contablemente como: “la suma de dotaciones a amortizaciones y provisiones, más los beneficios no distribuidos⁵¹”. Está formada por los recursos financieros generados por la empresa, es decir, fondos propios en forma de reservas, amortizaciones y provisiones y es la vía por la que proceden más recursos propios. Se puede entender como aquellos beneficios obtenidos por la empresa que no han sido distribuidos y que se han guardado en forma de reservas para su posterior reinversión. En relación a este tipo de financiación, podemos mencionar dos tipos de modalidades: la autofinanciación de enriquecimiento y la autofinanciación de mantenimiento.

⁵⁰ Comisión Europea: Conferencia europea de la artesanía y las pequeñas empresas: las conclusiones de la Conferencia preparatoria de Dublín, Euro-info, feb. 1997, núm. 98/ES, pg.3

⁵¹ ROBREDO VILLALUENGA, Jaime: Evolución financiera de la empresa española y comparación internacional, Situación, 1992, núm. 1, pag.126

3.3.2.1.1. Financiación de enriquecimiento

La principal fuente de financiación de enriquecimiento son las reservas, es decir, los beneficios retenidos que aumentan el patrimonio neto de la empresa. Esta forma de financiación presenta varias ventajas como por ejemplo la ausencia de garantías evitando dependencia con terceros, la mayor independencia y la ausencia de incertidumbre en los cambios de tipos así como un ahorro en coste al no tener que deducir fiscalmente los beneficios que no han sido repartidos a los accionistas y que se han destinado a constituir las reservas.

A los inicios de la formación de una PYME, las reservas son una importante fuente de obtención de recursos financieros a largo plazo debido a las altas dificultades a concebir un crédito o préstamo por las entidades financieras. Financiarse mediante reservas supone la obtención de una mayor autonomía para la empresa. Al aumentar los fondos propios, también aumenta la solvencia de la sociedad por lo que en un futuro la empresa tendrá más oportunidades de acceder a la financiación ajena.

Las reservas tienen como objetivo aumentar los recursos propios o patrimonio neto de la empresa para, en un futuro, hacer frente a posibles pérdidas o inversiones que se quieran llevar a cabo. Se trata de una fuente de financiación y una ayuda para posteriormente conseguir futuras operaciones ya que cuánto mayores sean los fondos propios, mayores posibilidades tendrá la PYME para recibir ayudas de otra entidades financieras. Aunque se pueda ver como una ventaja la inexistencia de un coste implícito ya que no hay que remunerarlas, la inmovilización de los recursos siempre conlleva un coste de oportunidad al destinar los recursos a reservas en vez de utilizarlos para cualquier otra operación que quizás pueda resultar más rentable. Asimismo, se la empresa decide guardar los beneficios en forma de reservas, los accionistas se quedarían sin dividendos provocando a veces conflictos de intereses entre éstos, la empresa y los directivos.

3.3.2.1.2. Financiación de mantenimiento

La autofinanciación de mantenimiento es la formada por los beneficios que se retienen para que se mantenga la capacidad económica o la riqueza de la empresa. Sin embargo, mientras que no exista la necesidad de aplicarlas, constituyen fuentes de financiación.

Las principales fuentes de mantenimiento las forman con las amortizaciones del activo material e inmaterial y las provisiones sobre elementos del activo corriente y del activo no corriente.

Las amortizaciones son bienes de la empresa que debido a la obsolescencia de los activos, agotamiento o a la continua utilización han perdido valor. A esta pérdida de valor de un activo se le denomina deterioro. Por ejemplo, la maquinaria al cabo de los años pierde valor por desgaste o incluso por la aparición de nueva maquinaria más innovadora y con mayores funciones.

Por otro lado, las provisiones son cantidades del negocio que al calcular el beneficio se retienen de los ingresos para cubrir pérdidas que aún no han sido declaradas o realizadas, como cuando un cliente no paga sus deudas, o para gastos futuros.

La financiación de mantenimiento no aumenta el patrimonio neto de la empresa sino que supone un mantenimiento. Es una importante fuente de financiación para las PYMES para adquirir recursos a largo plazo y que en épocas actuales de crisis, sirven para reducir la deuda de la empresa. Con el fin de no perder el poder adquisitivo y la empresa pueda fortalecerse realizando nuevas inversiones, es preciso que la financiación de enriquecimiento sea mayor que la de mantenimiento.

3.3.2.2. El Mercado de Valores

Cuando la empresa quiere captar fondos propios y no le es suficiente sólo con la autofinanciación, esto es posible mediante la emisión de acciones o participaciones; ampliaciones de capital, en el Mercado de Valores con el fin de financiar sus inversiones. Sin embargo, las empresas de reducida dimensión tienen un arduo acceso a este mercado por sus abundantes requisitos de admisión, permanencia e información. Sólo se admiten empresas de gran dimensión y alto capital, por lo que con frecuencia, las pequeñas y medianas empresas no están capacitadas para el ingreso en el mercado.

Además, los costes, iliquidez, temor a inversores extranjeros y la apertura de la información⁵² de la empresa a la sociedad echan hacia atrás a las PYMES. Una alternativa para facilitar la financiación a las empresas fuera del sistema bancario fue aprobada en el 2013 y se denomina MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija). Se trata de un nuevo mercado de renta fija privado para que las PYMES españolas puedan financiarse emitiendo bonos y otros títulos con menores costes y con unos requisitos de acceso más flexibles que veremos posteriormente.

Aunque el acceso a la financiación es fundamental para el crecimiento de las PYMES, la ampliación del acceso a la financiación no debería lograrse a costa de la estabilidad financiera. Medidas prudentiales adecuadas tendrían que ejercerse al mismo tiempo que se ofrece financiación a las empresas de reducido tamaño, con el fin de evitar los riesgos potenciales derivados del crédito excesivo.

⁵² COM (1993) 528 final, de 10 noviembre 1992, pgs. 22-23

4. Alternativa de financiación para las PYMES: el MARF

A inicios del 2013, las pequeñas y medianas empresas suponían el 99,8% del sector empresarial no financiero en España y aportaban el 63% del empleo. Estos porcentajes superan a la media de la Unión Europea y ponen de relieve el importante papel que representan las PYMES en España. Entre las grandes economías de la UE, podemos apreciar una situación parecida en el caso de Italia.

Dada la gran importancia de las PYMES para la economía española, es comprensible la elevada preocupación respecto a los problemas de financiación a los que se enfrentan estas empresas a raíz del impacto de la crisis financiera y de las incertidumbres a medio plazo y la nueva regulación de acceso al crédito bancario como respuesta a los problemas generados por la crisis.

En España el crédito bancario es la principal fuente de financiación de las pequeñas y medianas empresas para su crecimiento y expansión debido al limitado acceso al mercado monetario y de capitales, reservado sólo para las grandes empresas. En este contexto tan restrictivo para acceder a la financiación, el gobierno español vio necesario impulsar nuevas alternativas a los canales de créditos bancarios tradicionales para facilitar la inversión de las PYMES.

Con el fin de dar una respuesta a la falta de crédito de las entidades financieras a las PYMES, el gobierno de España introdujo el 7 de Octubre de 2013 El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) como nuevo canal de financiación no bancario. Se trata de una alternativa de financiación bancaria para que las PYMES españolas puedan emitir valores de renta fija.

El principal objetivo del MARF es permitir que las pequeñas y medianas empresas solventes y sanas tengan acceso a liquidez a corto y medio plazo para que así puedan gestionar su fondo de maniobra atrayendo el capital de inversores institucionales, nacionales y extranjeros. Del mismo modo, consiste en una medida de apoyo a la iniciativa empresarial y una herramienta para estimular el crecimiento económico y la creación de empleo.

El MARF está sujeto a las normas generales y leyes de España, su Reglamento y las Circulares e Instrucciones operativas. Es un mercado gestionado por el Consejo de Administración del Mercado AIAF de Renta Fija, S.A., que está supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)⁵³. Se requiere la aprobación de la CNMV para modificar el Reglamento del MARF, pero dicha aprobación no requiere modificar sus Circulares e Instrucciones operativas en el caso en el que una notificación a la CNMV sea suficiente.

4. 1. Descripción y características del MARF

El MARF es un Sistema Multilateral de Negociación (SMN)⁵⁴ compuesto por una plataforma de negociación de los instrumentos financieros de empresas que no cotizan en un mercado secundario oficial.

En un momento en que la economía española se está estabilizando, después de cinco años de crisis económica y financiera, este nuevo mercado, con apenas medio año de edad, se enfrenta a una serie de desafíos. A continuación, se describirán los principales factores a tener en cuenta al estudiar el potencial del MARF para conducir el proceso de acceso a la financiación y reactivar el crecimiento económico en España.

El Mercado Alternativo de Renta Fija es una plataforma de negociación de instrumentos financieros de renta fija emitidos por empresas que no cotizan en mercados secundarios. Se articularán tanto a través de pagarés como de bonos. Como sistema de negociación multilateral, ofrece menos garantías que un mercado regulado como el AIAF. Por esta razón, el alcance al que quiere llegar el MARF es exclusivamente a inversores institucionales. La cantidad mínima de emisión es de 100.000 euros.

Los requisitos formales de emisión son, del mismo modo, menos estrictos que los de los mercados oficiales, pero lo suficiente como para asegurar la confianza de los inversores. Tales requisitos son los siguientes⁵⁵:

⁵³ <http://www.bmerf.es/esp/aspx/Portadas/HomeMARF.aspx>

⁵⁴ Artículos 118 a 126 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores.

⁵⁵ <http://www.bmerf.es/esp/aspx/Portadas/HomeMARF.aspx>

- Aportación de la documentación de carácter legal
- Disponibilidad de medios humanos
- Conexión con los sistemas de comunicación
- Conexión con el sistema de compensación y liquidación de IBERCLEAR

Las emisiones en este mercado pueden ser a corto plazo o a largo plazo. Esto permite al emisor obtener economías de escala si emite diferentes instrumentos y, al inversor encontrar los instrumentos que más se adapten a su perfil en términos de rentabilidad y riesgo. A continuación se analizarán las características de los potenciales emisores del MARF en mayor profundidad, así como la evolución de la cotización del bono de Copasa, que fue la primera y única emisión del MARF a día de hoy (1 de Abril 2014).

4.1.1. Los potencias emisores

El perfil del emisor suele ser empresas internacionalizadas con un nivel suficiente de capital frente a los vencimientos de deuda a corto plazo y, con un fondo de maniobra positivo. Asimismo, unos niveles de EBITDA de al menos 12 millones de euros y continuos aumentos en el volumen de negocios y en el EBITDA de los años anteriores.

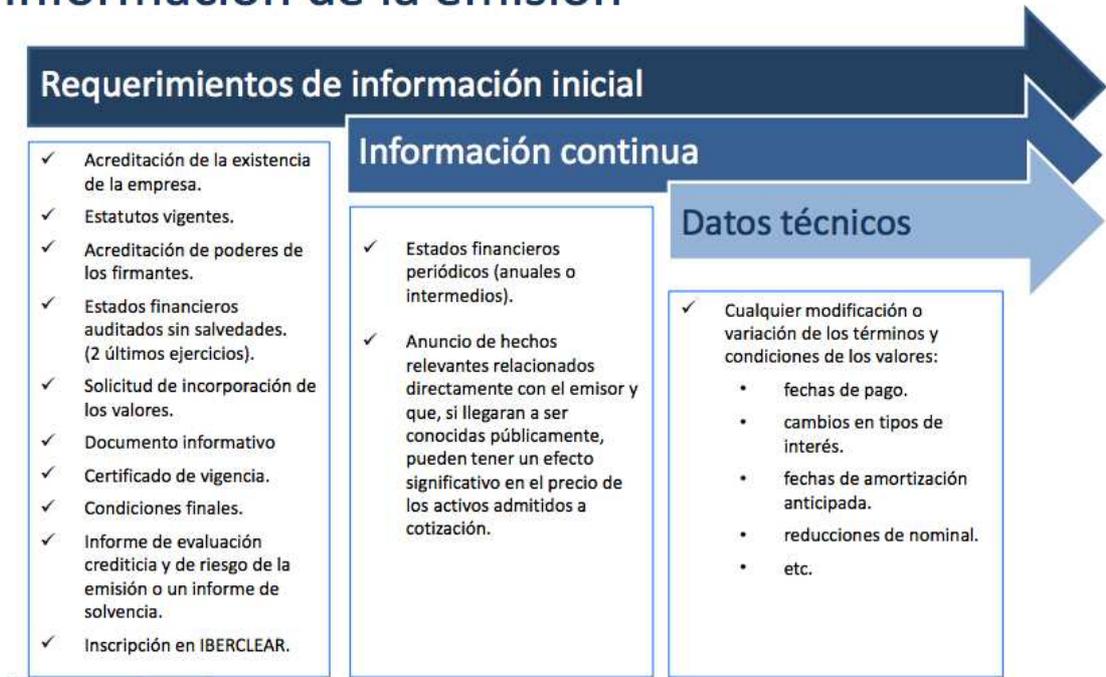
El tamaño de emisión media es de 20 millones de euros. Los principales receptores del MARF en relación a la demanda de fondos son las grandes empresas no cotizadas. El principal propósito del MARF no es cubrir el déficit de financiación de las empresas sino también facilitar el acceso a la financiación a aquellas empresas que tienen un acceso limitado a los mercados de capitales por no cotizar en un mercado secundario. Las PYMES más pequeñas no pueden entrar en este mercado y por lo tanto, deben buscar otras alternativas que compensen la falta de financiación bancaria.

El tamaño de las compañías con acceso al MARF es un factor determinante de los fondos potenciales que se pueden alcanzar en este mercado. Dado que el 96% de las compañías españolas son consideradas pequeñas, con menos de 10 trabajadores, no hay una entrada excesiva de emisores en este mercado no sólo por los requisitos económicos pero también por la reducida dimensión de estas empresas. El MARF es, por lo tanto,

una plataforma diseñada principalmente para medianas empresas con gran escala, lo que puede limitar el total de fondos disponibles.

Figura 15: Información de la emisión

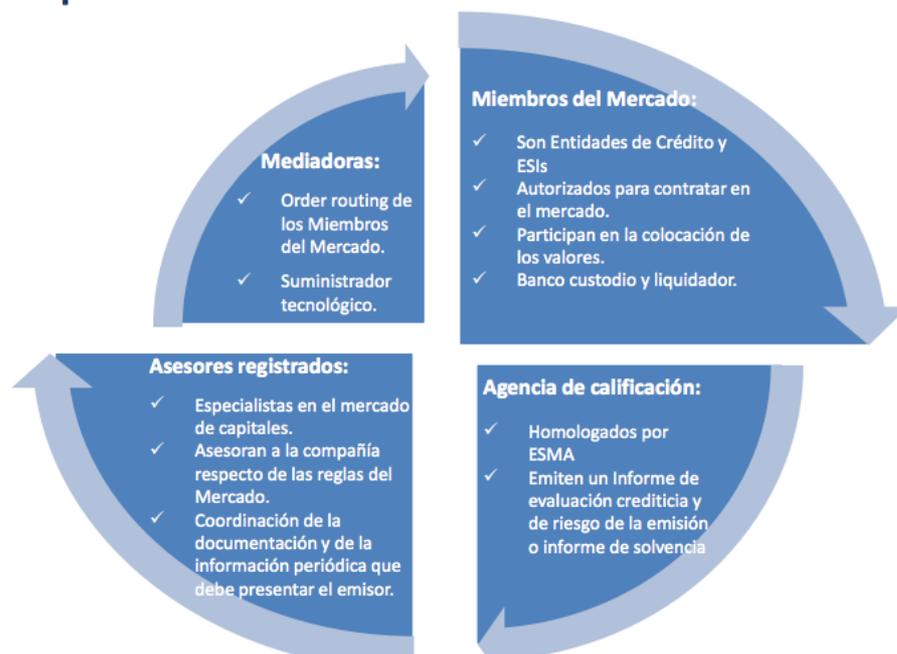
Información de la emisión



Fuente: MARF

Figura 16: Participantes en MARF

Participantes en MARF



Fuente: MARF

4.2. La evolución de Copasa

Copasa ha sido la primera y a día de hoy (01/04/14) única empresa en emitir renta fija en el MARF. Esta emisión se llevó a cabo a finales de 2013, por un plazo de 5 años. La rentabilidad de la emisión se fijó en 7,5% que se encuentra dentro del umbral objetivo de rentabilidad fijado para el MARF (entre el 6% y el 8%). El 7,5% de rentabilidad, a 5 años, para una empresa Non-Rated, (el mercado califica a una empresa como “Rated” si tiene al menos rating de 2 de las 3 grandes agencias de Calificación S&P, Moody’s y Fitch), y por lo tanto High Yield se encuentra dentro de las rentabilidades razonables exigidas a estas emisiones. Los números fundamentales de la emisión se muestran en el siguiente gráfico (gráfico 17). El Spread vs MidSwap fue de 632 puntos básicos.

Figura 17: Datos de la emisión de Copasa

21) Bond Description	22) Issuer Description	Identifiers
Pages	Issuer Information	Identifiers
1) Bond Info	Name SA DE OBRAS SERVICIOS	ID Number EJ9883152
2) Addtl Info	Industry Industrial Other	ISIN ES0376156008
3) Covenants	Security Information	BBGID BBG005PSF583
4) Guarantors	Mkt of Issue Euro-Zone	Bond Ratings
5) Bond Ratings	Country ES Currency EUR	Moody's NA
6) Identifiers	Rank Sr Unsecured Series	S&P NA
7) Exchanges	Coupon 7.5 Type Fixed	Fitch NA
8) Inv Parties	Cpn Freq Annual	DBRS NA
9) Fees, Restrict	Day Cnt ACT/ACT Iss Price 100.0000	Issuance & Trading
10) Schedules	Maturity 12/19/2018	Amt Issued/Outstanding
11) Coupons	BULLET	EUR 50,000.00 (M) /
Quick Links	Issue Spread 667.90bp vs OBL 1 10/12/18	EUR 50,000.00 (M)
32) ALLQ Pricing	Calc Type (1)STREET CONVENTION	Min Piece/Increment
33) QRD Quote Recap	Announcement Date 12/12/2013	100,000.00 / 100,000.00
34) TDH Trade Hist	Interest Accrual Date 12/19/2013	Par Amount 100,000.00
35) CACS Corp Action	1st Settle Date 12/19/2013	Book Runner JOINT LEADS
36) CF Prospectus	1st Coupon Date 12/19/2014	Exchange MADRID
37) CN Sec News		
38) HDS Holders		
39) VPRD Underly Info		
66) Send Bond		

Fuente: Bloomberg

Para comparar los números y la evolución de la emisión se va a comparar con la única otra emisión de deuda Senior “Bullet” que realizó otra constructora en el año 2013:

Figura 18: Emisión de Ferrovial, 2013

Pages	Issuer Information	Identifiers	
1) Bond Info	Name FERROVIAL EMISIONES	ID Number EJ5093269	
2) Addtl Info	Industry Industrial Other	ISIN XS0879082914	
3) Covenants	Security Information		
4) Guarantors	Mkt of Issue Euro-Zone	BBGID BBG003TCDRY4	
5) Bond Ratings	Country ES Currency EUR	Bond Ratings	
6) Identifiers	Rank Sr Unsecured Series RegS	S&P BBB	
7) Exchanges	Coupon 3.375 Type Fixed	Fitch BBB-	
8) Inv Parties	Cpn Freq Annual	Composite BBB-	
9) Fees, Restrict	Day Cnt ACT/ACT Iss Price 99.69200	Issuance & Trading	
10) Schedules	Maturity 01/30/2018 Reoffer 99.692	Amt Issued/Outstanding	
11) Coupons	BULLET	EUR 500,000.00 (M) /	
Quick Links	Issue Spread +240bp vs Mid Swaps	EUR 500,000.00 (M)	
32) ALLQ Pricing	Calc Type (1)STREET CONVENTION	Min Piece/Increment	
33) QRD Quote Recap	Announcement Date 01/18/2013	100,000.00 / 1,000.00	
34) TDH Trade Hist	Interest Accrual Date 01/30/2013	Par Amount 1,000.00	
35) CACS Corp Action	1st Settle Date 01/30/2013	Book Runner JOINT LEADS	
36) CF Prospectus	1st Coupon Date 01/30/2014	Exchange Multiple	
37) CN Sec News	CPN INCREASE BY 1.25% IF NON-INVESTMENT GRADE IS ASSIGNED TO THE NOTES		
38) HDS Holders	733 PTI 14:51 "In the last five years, the government's policy to		
39) VPRD Underly Info	732 BFW 14:51 Uganda Sells 72.9b Shillings of Two-Year Bonds at 13.835% Yield		
66) Send Bond	BN 14:51 *TRADING RESUMED: TWI (PACIFIC)		
	BN 14:51 *TRADING RESUMED: UBN (PACIFIC)		

Fuente: Bloomberg

Figura 19: Comparación de Copasa y Ferrovial

	Copasa	Ferrovial
Cupón	7,50%	3,375%
Spread vs MS (pb)	632	240
Amt. Emitido	50M€	500M€
Rating	Sin Calificar	BBB-

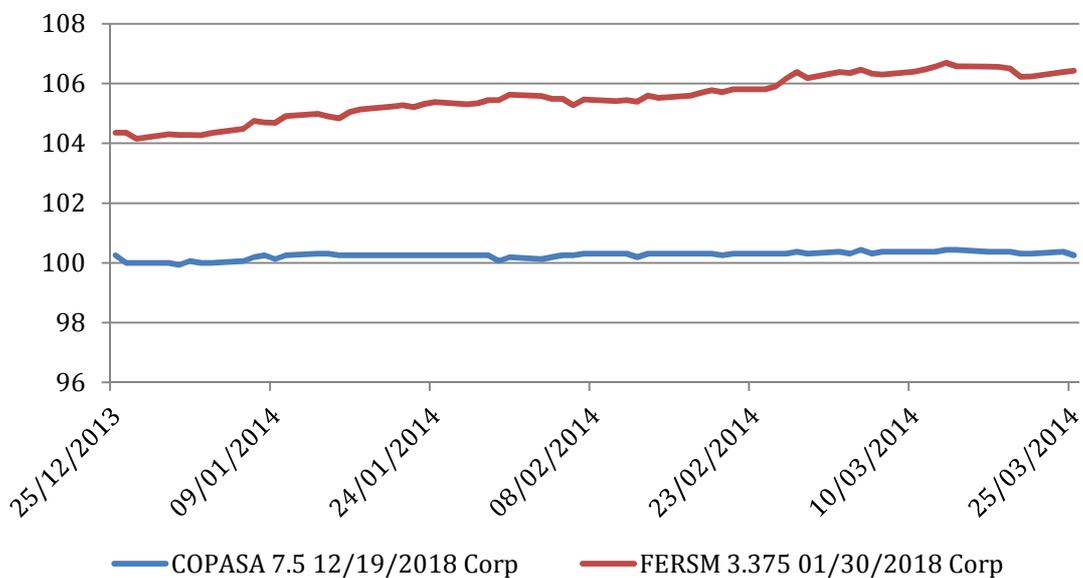
Fuente: Bloomberg (Elaboración propia)

Esta comparación podría evidenciar el fracaso del MARF frente a los mercados tradicionales de renta fija, pero estas diferencias en cuanto a los costes de financiación son perfectamente explicables:

1. Ferrovial es una empresa con “Investment Grade”, mientras que Copasa se considera “High Yield” (ya que no tiene rating).
2. Ferrovial es un emisor habitual de los mercados de deuda, por lo que los inversores institucionales conocen la compañía, mientras que a Copasa se le exigiría una prima de emisión que en la práctica del mercado suele rondar los 5-10pb.
3. La emisión de Copasa es mucho menor, por lo tanto mucho menos líquida, por lo que los inversores exigen primas más altas, ya que seguramente no puedan deshacerse del bono durante su vida y tengan que esperar al vencimiento.

Una vez analizadas las principales diferencias de la emisión se pasará a analizar el comportamiento de estos dos bonos durante su vida.

Figura 20: Evolución del precio de los bonos de Copasa y Ferrovial



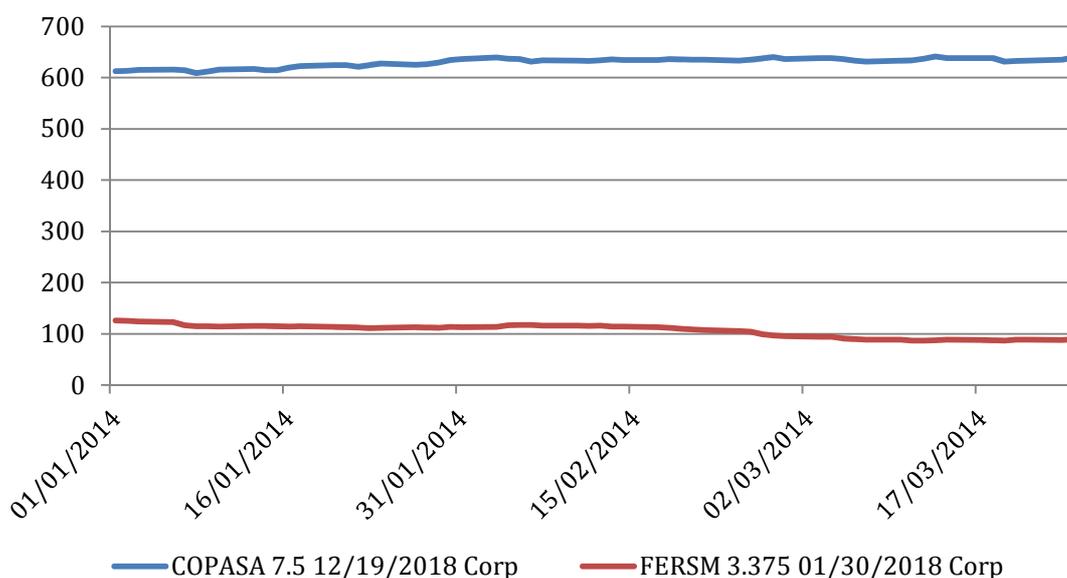
Fuente: Bloomberg (Elaboración propia)

Como puede observarse el precio del bono de Ferrovial ha aumentado sensiblemente de precio, y el de Copasa se ha mantenido plano. Para un mercado nuevo como es el MARF, que todavía no es muy conocido entre los inversores institucionales, la evolución del bono de Copasa es muy positiva, ya que continua cotizando próximo al

valor nominal y no con grandes descuentos como ocurre en otros mercados de renta fija para PYMES.

Como se puede observar en el siguiente gráfico (gráfico 21), el spread al que cotiza el bono de Copasa 7,5% se mantiene prácticamente plano, mientras que el spread del bono de Ferrovial comienza a bajar, dado que el bono de Ferrovial tiene un vencimiento casi un año antes que el bono de Copasa.

Figura 21: Evolución del spread de Copasa y Ferrovial



Fuente: Bloomberg (Elaboración propia)

Viendo la evolución del único bono del MARF, por ahora podemos afirmar que el Mercado Alternativo de Renta Fija si bien se está comportando un poco peor que sus comparables, evoluciona de manera favorable, cosa que puede animar a otras pequeñas y medianas empresas a buscar financiación no bancaria en los mercados de capitales.

4.3. Experiencia en otros países de Europa

El lanzamiento de un mercado alternativo de renta fija no es una novedad en algunos países en Europa. Las experiencias de este tipo de mercados en otros países de la zona euro, como fuera de ella, nos dan una referencia de la capacidad del mismo para obtener fondos. En Europa, actualmente existen este tipo de mercados en Noruega, Alemania y

Francia. A continuación, se analizarán las principales características de estos mercados y las diferencias con el modelo implementado en España.

4.3.1. Noruega: Oslo AMB

En 2005, se estableció por primera vez el mercado alternativo de renta fija en Noruega con el fin de negociar bonos e instrumentos financieros a corto plazo de renta fija. Se creó como un mercado autorregulado que funciona de manera independiente a las directivas de la Unión Europea ya que no está sujeto a los términos de la Ley de Bolsa de Valores de Noruega.

Las principales características de este mercado son:

- El proceso para introducirse en el mercado es más simplificado en comparación con el mercado bursátil
- A diferencia de los mercados tradicionales que deben presentar sus cuentas consolidadas tal y como se establece en las Normas Internacionales de Información Financiera, los emisores tienen mayor flexibilidad
- Las normas sobre la divulgación de la información y negociación son casi las mismas que para el mercado bursátil

La principal diferencia del mercado Oslo ABM en comparación con el MARF en España es que Oslo ABM diferencia aquellos bonos que son negociados para el público en general (Oslo ABM Retail) y los negociados para inversores profesionales (Oslo ABM Professional). En el Oslo ABM Retail se negocian menos de 68.000 euros mientras que en el Professional, los volúmenes son superiores a 68.000 euros⁵⁶.

4.3.2. Alemania: Mittelstand Bond Market (MBM)

Alemania lidera el mercado de renta fija para PYMES. En 2010 se crearon los primeros mercados de renta fija para pequeñas y medianas empresas y desde entonces ha habido más de 120 emisiones. Existen mercados de renta fija para pequeños emisores en las bolsas de Dusseldorf (Mittelstandsmark), Frankfurt (Entry Standard y Prime Standard),

⁵⁶ http://www.oslobors.no/ob_eng/

Hamburgo (Mittelstandbörse Deutschland), Múnich (m:aces bonds) y Stuttgart (BondM). A continuación se analizará la evolución de los mercados en Alemania.

El mercado BondM de Stuttgart fue el primer mercado de renta fija en emitir un bono. La emisión inaugural de una SME en Alemania, la realizó Windreich AG (6,5% a 5) en el BondM (Stuttgart), en marzo de 2010.

Durante el comienzo de los mercados de renta fija para las medianas empresas, la bolsa de Stuttgart fue la más activa, llevando a cabo 13 de las 31 emisiones llevadas a cabo en 2011. Las principales características del BondM son:

- El mercado está pensado para bonos entre 25M€ y 150M€.
- Las emisiones se dividen en bonos de 1.000€.
- Existe un “*Quality Liquider Provider*” (QLP).

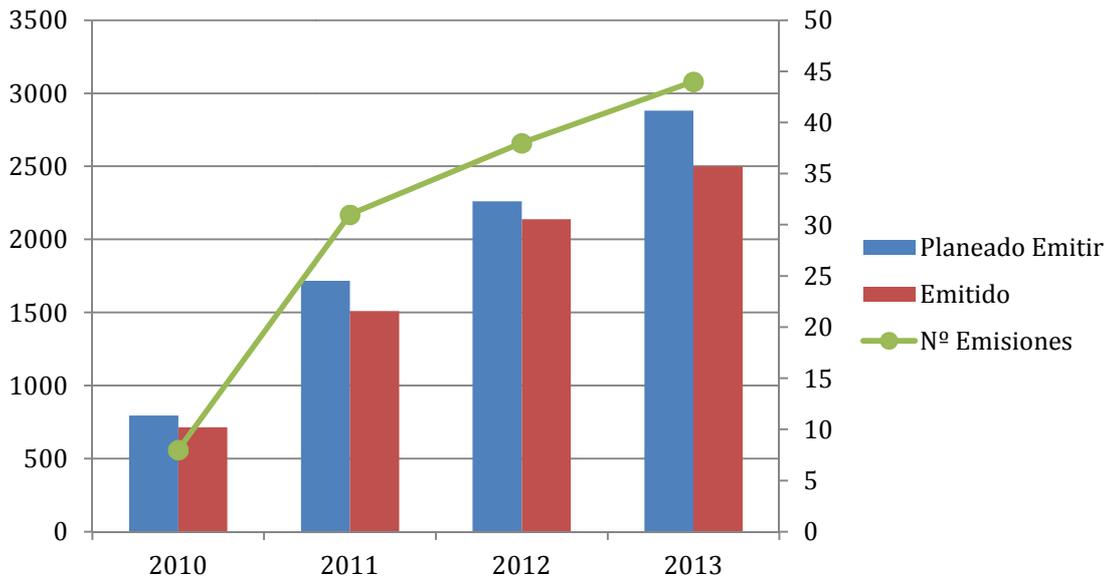
Aunque en los inicios de las bolsas de valores de renta fija para pequeñas y medianas empresas la bolsa de Stuttgart acumulara la mayor parte del negocio, la bolsa de la capital financiera alemana, se ha acabado imponiendo, y actualmente es la bolsa más activa en emisiones de PYMES en Alemania. Durante el 2013, 35 de las 44 emisiones llevadas a cabo en mercados de renta fija para PYMES en Alemania se llevaron a cabo en la bolsa de Frankfurt (entre sus dos variantes *Entry Standard* y *Prime Standard*).

En cuanto a los tipos de emisores, los mercados de deuda fija para pequeñas y medianas empresas de Alemania, han sido utilizados fundamentalmente por empresa medianas industriales (fundamentalmente auxiliares del automóvil y de energías renovables).

En relación a la evolución de las emisiones, tras una serie de noticias negativas (Bajadas de rating, insolvencias, deterioro de resultados, etc.) los inversores se han vuelto más cautos y están invirtiendo con mayor precaución, lo que se refleja en la mayor dificultad para colocar toda la emisión que se planeaba emitir. Si durante el 2012 se emitió el 94,6% de lo planeado, en 2013 esta cifra se redujo a 86,8% si bien durante 2013 se emitieron bonos por un importe superior.

Actualmente 9 emisores se han declarado en concurso, con una tasa de recuperación estimada inferior al 10%. El 40 % de los bonos están cotizando por debajo de par, y el 60% por encima. Esto ha provocado que los inversores sean más recelosos con sus inversiones, y exijan mejores calificaciones crediticias.

Figura 22: Evolución de las emisiones en Alemania



Fuente: Bloomberg (Elaboración propia)

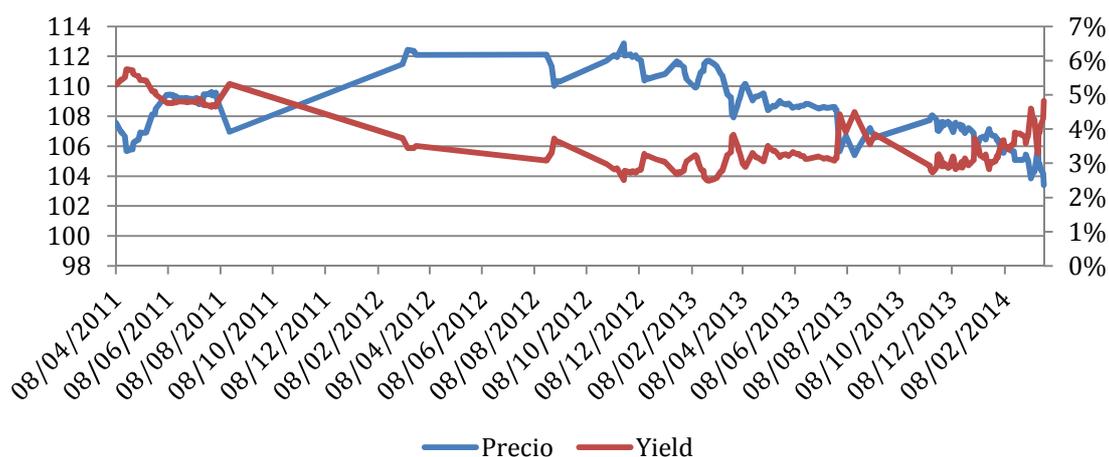
Figura 23: Datos de las emisiones en Alemania

DUERR AG		DUEGR 7 ¼ 15-14		102.7460/104.0400 (1.682/-0.730) BGN @17:59	
DUERR 7 ¼ 09/28/15 Corp				Page 1/11 Description: Bond	
94 Notes		95 Buy		96 Sell	
97 Settings					
21) Bond Description	22) Issuer Description				
Pages	Issuer Information	Identifiers			
1) Bond Info	Name DUERR AG	ID Number	EI4021867		
2) Addtl Info	Industry Machinery	ISIN	DE000A1EWGX1		
3) Covenants	Security Information	BBGID	BBG0015XTHC7		
4) Guarantors	Mkt of Issue Euro-Zone	Inhaberschuldv...	Bond Ratings		
5) Bond Ratings	Country DE	Currency EUR	Moody's	NA	
6) Identifiers	Rank Sr Unsecured	Series	S&P	NA	
7) Exchanges	Coupon 7.25	Type Fixed	Fitch	NA	
8) Inv Parties	Cpn Freq Annual	Iss Price 100.00000	DBRS	NA	
9) Fees, Restrict	Day Cnt ISMA-30/360	CALL 09/28/14@100.00	Issuance & Trading		
10) Schedules	Maturity 09/28/2015	Issue Spread	Amt Issued/Outstanding		
11) Coupons	Calc Type (60)GERMAN BONDS	Announcement Date 09/09/2010	EUR	225,000.00 (M) /	
Quick Links	Interest Accrual Date 09/28/2010	1st Settle Date 09/28/2010	EUR	225,000.00 (M)	
32) ALLQ Pricing	1st Coupon Date 09/28/2011	Exchange	Multiple		
33) QRD Quote Recap					
34) TDH Trade Hist					
35) CACS Corp Action					
36) CF Prospectus					
37) CN Sec News					
38) HDS Holders					
39) VPRD Underly Info					
66) Send Bond					

Fuente: Bloomberg

Los principales inconvenientes de estos mercados de renta fija son su falta de mercado secundario. Aunque existen los “Quality Liquider Provider” estos mercados aún no están en el punto de mira de muchos inversores, por lo que existen grandes fluctuaciones en el precio de los bonos. Como en el caso de la emisión de Dürr AG, que pese a ser una emisión considerablemente grande para este mercado su precio tiene una volatilidad muy alta:

Figura 24: Evolución de la emisión de Dürr AG



Fuente: Bloomberg (Elaboración propia)

4.3.3. Francia: Alternext

Alternext es uno de los mercados alternativos de renta fija para las pequeñas y medianas empresas más recientes. Desde un primer momento, Alternext se creó con la intención de ayudar a las PYMES a obtener capital, similar al MAB en España. En 2012, después de analizar las necesidades de las distintas empresas, Alternext decidió poner en marcha un segmento de renta fija para PYMES con el fin de ayudar a las empresas a obtener capital para financiarse y así evitar la gran dependencia de las entidades de crédito.

Las principales características de Alternext son las siguientes⁵⁷:

- Al no tratarse de un mercado regulado, los requisitos establecidos para los mercados organizados no se aplican a este mercado
- El emisor necesita un sponsor registrado y aprobado por NYSE Euronext para apoyar al emisor durante el proceso de admisión y el periodo de cotización

⁵⁷ <http://conectacapital.com/wp-content/uploads/2013/07/MARF.pdf>

- Es necesaria una divulgación periódica por el emisor de la información financiera histórica
- Hay una cantidad mínima para la primera admisión a negociación: 200.000 euros
- NYSE Euronext protege a los inversores ante variaciones de volatilidad en el mercado, certificando las transacciones al mejor precio

El mercado alternativo de renta fija de Alternext ha alcanzado un volumen de emisión de 360 millones de euros desde su lanzamiento a principios de 2012, que representa el 0.018% del PIB francés, situándose éste como el mercado con el menor nivel de actividad en comparación con los dos mercados analizados anteriormente, tanto en términos absolutos como en términos relativos.

Figura 25: Comparación de los distintos Mercados Alternativos en Europa

País	Mercado	Año Apertura	Nº Emisiones	Características
Noruega	Oslo AMB	2005	N/A	- Proceso de introducción simplificado - Emisores tienen mayor flexibilidad - Diferencia de bonos negociados por público y los de inversores profesionales
Alemania	MBM	2010	120	- Bonos entre 25M€ y 150M€ - Las emisiones se dividen en bonos de 1.000€ - Existencia de Quality Liquider Provider (QLP)
Francia	Alternext	2012	N/A	- Distintos requisitos al de los mercados regulados - El emisor necesita un sponsor registrado y aprobado por NYSE Euronext - Necesaria divulgación periódica por el emisor - Cantidad mín.: 200.000€
España	MARF	2013	1	- Cantidad mín.: 100.000€ - Requisitos menos estrictos que mercados oficiales - Emisiones a corto o largo plazo - menos garantías que un mercado regulado

Fuente: Elaboración propia

4.4. Los Retos del MARF

La capacidad del MARF como vía de financiación para las pequeñas y medianas empresas está demostrando que este mercado da lugar a significativos avances en la mejora de acceso a la financiación aunque aún es demasiado pronto para obtener una clara viabilidad del potencial del mercado dado el alto número de PYMES en España. Sin embargo, el MARF se enfrenta a tres grandes retos: solvencia, liquidez y rentabilidad.

Uno de los principales retos a los que se enfrenta el mercado alternativo de renta fija es la evaluación de solvencia y la capacidad de repago de la deuda. Esta evaluación la tiene que realizar una Agencia de Calificación autorizada por ESMA (European Securities and Markets Authority). España ya cuenta con una CRA (Credit Rating Agency) reconocida por ESMA: Axesor⁵⁸, que permite una calificación adaptada a la estructura económica local y necesaria para garantizar la calidad crediticia de los instrumentos de deuda emitidos.

La confianza de los inversores tiene un papel clave en el mercado. Es por ello que los nuevos emisores de este mercado deben ser empresas cuya capacidad de pago es indiscutible, en la medida de que no sólo determinarán los márgenes en la obtención de fondos, pero también abrirán el camino a otros emisores para entrar sin demasiadas sanciones.

Del mismo modo, la rentabilidad que ofrecen las empresas a sus inversores es otro reto fundamental del MARF. El perfil crediticio de un emisor del MARF es aquel de una empresa con alto rendimiento. De este modo, a los inversores se les ofrece una mayor rentabilidad para compensar el mayor riesgo que asumen ya que las empresas con un alto rendimiento tienen una mayor probabilidad de incumplimiento en el pago pero no siempre quiere decir que sean menos solventes. A medida que los que dominan el mercado responden a las expectativas de los inversores, esto reducirá la prima de riesgo adicional imputada a los nuevos participantes del mercado alternativo y con ello, reduciendo el coste de las empresas para obtener financiación.

⁵⁸ <http://www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs>

Para mantener una solvencia y rentabilidad en el tiempo, las empresas deberían de establecer una clara gestión y visión su negocio a medio y largo plazo para así conseguir una mayor confianza de sus instrumentos en el mercado y de este modo optimizar su estructura financiera. La confianza se ganará transmitiendo la información de forma transparente y correcta y siempre comunicando lo necesario.

El problema de liquidez también tiene un papel importante en el mercado alternativo de renta fija español. No se trata de un mercado líquido como es el caso del mercado continuo o los principales mercados internacionales, y en especial, en sus fases iniciales. Por lo tanto, a la hora de realizar inversiones, los inversores deben ser conscientes que, en vez de vender en algún punto intermedio antes del plazo final, deberían mantener sus posiciones hasta vencimiento. A medida que el mercado gane profundidad y nuevos fondos, la prima de iliquidez comenzará a debilitarse y por lo tanto penaliza a las primeras emisiones del mercado.

5. Conclusiones

Las PYMES tienen un peso muy elevado en la generación de empleo y valor añadido en la economía española, superior a la mayoría de los principales países de la Unión Europea. Sin embargo, el crecimiento de dicho sector dentro del escenario económico está limitado por ciertos recursos especialmente en el contexto actual de crisis económica y financiera.

La crisis que estalló en 2008, sumergió a España en una profunda y prolongada recesión, provocando un fuerte crecimiento negativo de las pequeñas y medianas empresas hasta el momento. A inicios de 2008, España contaba con 3.414.779 PYMES mientras que a día de hoy, se han reducido hasta alcanzar una cifra de 1.146.682 empresas. Entre los sectores más afectados se encuentran el de las constructoras y el de fabricación. El comportamiento en base a las exportaciones y la internacionalización de las PYMES será la principal fuente de crecimiento para salir de estos datos negativos.

Aunque esta disminución de casi el 34% de PYMES en España en tan sólo seis años es significativa, el tejido empresarial español sigue constituido por el 99,8% de ellas. Esto quiere decir que, al igual que se han cerrado muchas pequeñas y medianas empresas, las grandes empresas también han experimentado bajas pero en menor dimensión y se han realizado de manera menos notable. Debido al alto grado de creación de empleo de las PYMES, tales números de empresas que han cerrado, han afectado en gran medida a la tasa de desempleo en España. Tal es así que a inicios de este año, el 58,2% del total de empleados trabajan en PYMES a diferencia del 73% de años anteriores, a causa de los diferentes inconvenientes que deben afrontar.

Las PYMES españolas se enfrentan a grandes dificultades económicas y para acceder a las distintas fuentes de financiación, en especial, por las entidades bancarias que son su principal forma de financiación. Estos problemas obstaculizan la estrategia de crecimiento y expansión de las PYMES, esenciales para seguir compitiendo en un mercado globalizado. Además, no siempre disponen de los recursos financieros ni humanos necesarios, ni la información necesaria para poder acceder y penetrar en mercados internacionales, y como resultado se ven obligadas a cerrar sus negocios. Sin embargo, se pueden beneficiar de una serie de ventajas. Se consideran empresas

innovadoras, con mayor flexibilidad que muchas de las grandes empresas y una capacidad de adaptación mayor por su reducido tamaño. Cuentan también con una buena comunicación y coordinación dentro de la empresa ya que al tratarse de una empresa pequeña o mediana, las decisiones estratégicas las toman muchas menos personas a diferencia de las grandes empresas y la aceptación del riesgo por parte de las PYMES es mayor.

En un mundo globalizado como el actual, es considerablemente importante que las pequeñas y medianas empresas tengan la capacidad de competir en los mercados globales. Una colaboración eficaz entre las grandes empresas y las PYMES está incrementando cada vez más entre países que compiten en los mercados internacionales y con productos que implican gran cantidad de mano de obra. Si una empresa es capaz de confiar en sus subcontratistas bajo costes eficientes, esto puede aumentar sustancialmente la competitividad y dar paso a la internacionalización de las PYMES.

Aunque la globalización se puede ver como un punto a favor para las grandes empresas, puede convertirse en una amenaza para las PYMES y por lo tanto las debilita ya que su papel en los distintos negocios es menos que proporcional a su dimensión, es decir, se trata de actividades en las que las economías de escala son importantes para el comercio internacional. Para que este entorno altamente cambiante no vaya en contra de las PYMES, estas deberían centrar sus estrategias con una visión futura internacional.

Hasta el 2008 las PYMES en España crecían cada año con unas rentabilidades económicas altas que influían las oportunidades de negocio y una eficiencia empresarial destacable. El acceso, poco limitado, a la financiación provocó un alto grado de apalancamiento en las empresas. De este modo, a raíz de la crisis, las entidades de crédito limitaron este acceso para reducir el elevado endeudamiento acumulado por parte de las PYMES durante la fase de auge económica, e incrementaron los costes de financiación sobre todo en las microempresas, por su mayor sensibilidad a las condiciones del entorno. Como resultado, las empresas no pueden financiar nuevos proyectos o cubrir planes de inversión previos debido a las restricciones crediticias impuestas por las entidades bancarias. Esta menor actividad y alto endeudamiento hacen que las PYMES deban recurrir a los fondos propios, insuficientes para recuperar su actividad. Por lo tanto, el Gobierno español decidió llevar a cabo un Mercado

Alternativo de Renta Fija para que las PYMES pudiesen financiarse y poder diversificar sus fuentes de financiación.

El Mercado Alternativo de Renta Fija en España actualmente no está teniendo la profundidad necesaria que se esperaba tener ni está sacando a las pequeñas y medianas empresas de su grave problema de acceso a la financiación. Por ello, se podrían concluir algunas recomendaciones para que el mercado pueda conseguir sus principales objetivos de dar salida a un crédito a medio plazo a las PYMES para diversificar su financiación a unos costes en proporción a su solvencia, aportando estabilidad en el mercado de crédito.

En primer lugar, sería aconsejable que se bajase el nominal de los títulos emitidos en el mercado de 100.000 a 10.000 o 1000 para así dar entrada a pequeños inversores y ayudaría a aumentar la liquidez del mercado.

Asimismo, para que el MARF pueda sacar su total potencial, la flexibilidad del MARF debería estar controlada para asegurar la protección del inversor mediante políticas de comunicación para transmitir la información necesaria y así, las empresas que emitan sus primeros bonos puedan ganarse la confianza de los inversores. Es conveniente, por lo tanto, que las instituciones encargadas de supervisar el funcionamiento y la transparencia del mercado, asignen una prima de emisión adecuada en base a la cantidad y la calidad. De este modo, fortalecerá la capacidad del mercado para determinar de manera racional el coste de financiación de una empresa a través de vías distintas a las tradicionales (Entidades bancarias).

De cualquier modo, sería conveniente explorar también nuevas fuentes de financiación para diversificar el crédito, en momentos en los que las Entidades Financieras han reducido el acceso a un crédito las PYMES y han endurecido sus políticas de concesión.

6. Bibliografía

Aláez, A.R., (1992), *Las PYMEs: Una Opción Insuficiente para el Desarrollo Regional en la Era de la Globalización Económica*, Economía Industrial, Marzo Abril, pp.71-84

Alcalá Olid, Francisco: *EL capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*, Madrid, Civitas, Universidad de Jaén, 1995, pgs. 58-59

Analoui, F. & Karami, A. (2003) *Strategic Management. In small and Medium Enterprises*. Thomson Learning 2003

Banco Central Europeo (2009). *Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area*. First half 2009 to September 2010

Banco Central Europeo (2010): *Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area*. March to September 2010. Octubre 2010

Barney, J. and Hesterly, W. (2010). *Strategic management and competitive advantage*. 1st ed. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall

Berry, M.M. and Taggart, J.H., (1994), *Managing Technology and Innovation: a review*, R&D Management, Vol. 24, N° 4, pp. 341-353

BDRC Continental (2011) “*SME Finance Monitor Survey*” (November 2011)

Bmerf.es, (2014). *BMERF - MARF*. [Online] Disponible: www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeMARF.aspx [Último acceso: 15 May. 2014]

BOE núm. 313, de 31 Diciembre 2001; Rect. BOE núm.124, de 24 mayo 2002; BOE núm. 157, de 2 julio 2002

BOE núm, 75, de 29 marzo 1995 (RCL 1995, 997)

Børs, O. (2014). *Oslo Børs - Oslo Børs*. [Online] Oslobors.no. Disponible: www.oslobors.no/ob_eng/ [Último acceso 30 Mar. 2014]

Bruto, P., Bruto, &. El PIB varía un 0, 4. (2014). *PIB de España - Producto Interior Bruto 2014*. [Online] datosmacro.com. Disponible: www.datosmacro.com/pib/espana [Último acceso 3 Jun. 2014]

Cámara de comercio: “*Comparative Analysis of the Spanish RTD system*” 2009, Madrid

CEOE. (Enero 2014). Informe Trimestral de la Economía Española. Disponible: www.ceoe.es/resources/image/itee_2014_01.pdf

Chandler, A. D. (1990): *Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism*, The Belknap Press of Harvard U. P. Cambridge Mass

Chittenden, Francis, Hall, Graham y Hutchinson, Patrick. (1996). *Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical Investigation*. Small Business Economics. Vol 8 N° 1. Febrero.

Claver, C., E. y Gómez, G., J.M, *Las PYMEs y la Inicitativa Empresarial*, Universidad de Alicante, p.91-116; Biemans, W.G. (1992) *Managing Innovaiton Within Networks*; Camisón

CNMV (2011). *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación*. 2010

COM (93) 528 final, de 10 noviembre 1993, pg. 17; COM (94) 435 final, de 28 octubre 1994, pgs.16-17

Comisión Europea: *Conferencia europea de la artesanía y las pequeñas empresas: las conclusiones de la Conferencia preparatoria de Dublín*, Euro-info, feb. 1997, núm. 98/ES, pg.3

Comisión Europea (2011). *Are EU SMEs recovering from the crisis? Annual Report on EU Small and Medium sized Enterprises 2010/2011*. Ecorys

Comisión Europea, Empresa e Industria: *Las pyme: pequeñas empresas con grandes aspiraciones: Iniciativas de la UE a favor de las pymes*. Ed. 2011

Coplin, L. (2002). *Preparing for mass casualties*. 1st ed. Atlanta, Ga.: Thomson American Health Consultants.

De Woot, P. (1990), *High Technology Europe. Strategic Issues for Global Competitiveness*, Brasil Blackwell Ltd., Oxford

De Pablo Redondo, Rosario & González Arias, Julio (2013). *Teoría de la Financiación*. Madrid: UNED

Dess, G.G. Lumpkin, G.T. & Eisner, A.B (2007). *Strategic management. Text and cases*. New York: Mc Graw- Hill Irvin

Ec.europa.eu, (2014). *Portal europeo para las PyMES - Comisión Europea*. [Online] Disponible: ec.europa.eu/small-business/index_es.htm [Último acceso 20 Mar. 2014]

Eduardo Soto Pineda & Simon L. Dolan (2003). *Las PYMES ante el desafío del siglo XXI: Los Nuevos Mercados Globales*

Eleconomista.es, (2014). *Llegan las entidades de capital-riesgo-pyme para impulsar la creación de empresas - elEconomista.es*. [Online] Disponible: www.eleconomista.es/envio-ultima-hora-ecoley/noticias/5821657/05/14/Llegan-las-entidades-de-capitalriesgopyme-para-impulsar-la-creacion-de-empresas.html#.Kku8LLagxD2u3jP [Último acceso 4 Jun. 2014]

Esma.europa.eu, (2014). *List of registered and certified CRAs | Esma*. [Online] Disponible: www.esma.europa.eu/page/List-registered-and-certified-CRAs [Último acceso 28 May. 2014]

European Comission (2013) SBA Fact Sheet.

Disponible: ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2013/spain_en.pdf (Último acceso 10 Mar 2014)

Fraser, S. (2005). *Finance for Small and Medium-Sized Enterprises: A Report on the 2004 UK Survey of SME Finances*. Warwick Business School

García Mandaloniz, Marta (2003). *La financiación de las PYMES*. Navarra: Cizur Menor

Gomes-Casseres, Benjamin (1997) *Alliance Strategies of Small Firms. Small Business Economics*. - Springer. 9, p.33-44

Gonzalez Tirados, R.M & Medina Rojas, S. (2009). *Evolución de las empresas industriales españolas en la pimera década del Siglo*. Universidad Politécnica de Madrid

Harrison, N.J & Watson,T (1998). The Focus for innovation in Small and Medium Service Enterprises. Conference Proceedings of the 7Th Annual Meeting of the Western Decision Sciences Institute, 7-11 April, Nv. USA

Helmut Kraemer-Eis & Frank Lang. (2012). *The importance of leasing for SME finance*. Disponible:www.policycafe.rs/documents/financial/research-and-publications/lizing/The%20importance%20of%20leasing%20for%20SME%20finance_August_2102.pdf

Hernando Sarriá Pedroza, Jesús & Ramos-Juste, Javier (2013). *MARF: Una oportunidad de financiación para las PYMES*. España: Axesor

Hunjra,.A. (2011) Determinants of Business Success of Small and Medium Enterprises. International Journal of Business and Social Science Vol. Nr 20; November 2011

Ipyme.org, (2014). *Financiación para emprendedores y PYME*. [Online] Disponible: www.ipyme.org/es-es/financiacion [Último acceso 9 May. 2014]

JULIEN, Pierre-André (Dir.): *Les PME: Bilan et perspectives*, Quebec, Les Presses Inter-universitaires, 1997, pgs. 12-13

Keskin H & Senturk C (2010). "The importance of small and medium - sized enterprises (SME)s in the economies: SWOT analyses of the SME sector in Turkey and Albani. Vol 3, Nr1, fq.116-132

Kotler, P. (2000). *Marketing management*. 1st ed. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall

Lafuente Félix, Alberto, Salas Fumas, Vicente y Pérez Simarro Ramón: *Financiación, rentabilidad...* op. Cit., pg.46

Ley 1/1999, r., ESTADO, J. and 2008., V. (2014). *Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus sociedades gestoras..* [Online] Noticias Jurídicas. Disponible: noticias.juridicas.com/base_datos/Fiscal/11-1999.html [Último acceso 2 Jun. 2014]

López, Elías & Sanjuán, Lucio (2011). *El Acceso de las PYMES con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. Madrid: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Martinez, S.A., (1990): *La Adopción de nuevas Tecnologías y el Tamaño de Empresa*, Estudios Empresariales, N74, pg.41-51

Menéndez, Á., y M. Mulino (2012). «Encuesta del BCE sobre el acceso de las pymes a la financiación. Análisis de resultados y evolución reciente», Boletín Económico, abril, Banco de España

Modrego Ricos, Aurelia; Lázaro Martínez, Pilar; Flórez Carracedo, Carmen (1995) *Innovación en las PYMES: Factores de éxito y relación con su supervivencias*: Estudio Bibliográfico

Munro, David (2013). *A Guide to SME Financing*. United States: Palgrave Macmillan

OCDE, (1993), *Les Petites et Moyennes Entreprises: technologie et compétitivité*, France

Palma, Gabriel (2005) "Four Sources of De-industrialization and a New Concept of the 'Dutch Disease'" in Jose Antonio Ocampo (editor) *Beyond Reform: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*. Stanford, Calif.: Stanford University Press

Prosper Lamothe Fernández. (2013). *La financiación de la PYME en el contexto de la crisis. Nuevas alternativas*.

Disponible: www.boletinclubalumni.com/images/Boletin210.pdf#page=31 (Último acceso: 10 Feb. 2014)

Puerto Llopis, Antonio; Navarro García, Juan Carlos y Guzmán Raja, Isidoro: *Tratamiento fiscal y contable de las empresas de reducida dimensión en el Impuesto sobre Sociedades*, pg.127

Robredo Villaluenga, Jaime: *Evolución financiera de la empresa española y comparación internacional*, Situación, 1992, núm. 1, pag.126

Rucabado, J., (1992), *Las PYMEs y la Innovación Tecnológica*, *Economía Industrial*, pp.99-111

Sanchez, R. and Heene, A. (2004). *The new strategic management*. 1st ed. New York, N.Y.: Wiley

Seseña, Juián (January 2011) *Making Progress and Economic enhancement a Reality for SMEs*.

Disponible: mapeersme.eu/en/~media/MaPEerSME/DocumentLibrary/SME%20programmes/Spain_SME_report (Último acceso: 18 Ene. 2014)

TUR Vilas, Isabel: *Las sociedades de garantía recíproca* (Régimen jurídico-económico), Tesis Doctoral Universidad de Barcelona, Facultad de Derecho, Junio 1990, pg. 4

Vid. MORATO ACÍN, Juan Antonio: *Estructura financiera de la PYME y su inflexión en la recesión*, op. cit., pg.31

Vid. PLANASDEMUNT GUBERT, Jordi: *El Segundo Mercado*, *Horizonte Empresarial*, febrero 1987, núm. 1968, pg. 19

Villalón del Canto, Alberto. (2012). *Instrumentos de financiación para PYMES*. Disponible: https://buleria.unileon.es/bitstream/handle/10612/1876/09808135S_GADE_JULIO2012.PDF.pdf?sequence=1 (Último acceso: 4 Feb. 2014)

Yagiie, G. M.J., (1992), *La Actividad Innovadora de la Pyme Industrial Española*, *Economía Industrial*, pp. 137-149

Zaridis, A.D. (2009) *Competitive advantage and its sources in an evolving market*. Vol.2