

X Reunión anual ASEPELT-ESPAÑA
Albacete 20 y 21 de junio de 1996.

LA FINANCIACION DE LAS PYMES

ANTONIO MORA SANCHEZ
RAUL RUBIO GONZALEZ

Departamento de Estadística, Estructura Económica y
Organización Económica Internacional
Universidad de Alcalá

INDICE

1. Introducción
2. La linea de financiación de PYMES del Instituto de Crédito Oficial
3. Capital riesgo
4. Sociedades de garantía recíproca
5. La titulización de créditos PYME
6. El segundo mercado
 - 6.1 Los principales segundos mercados a nivel internacional
 - 6.2 El segundo mercado en España
 - 6.3 El Mercado Europeo de PYMES: Proyecto EASDAQ
7. Resumen
8. Bibliografía

1. INTRODUCCION

La financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYMES), constituye uno de los problemas básicos de la estructura empresarial de la economía española. Los mercados, en general, proporcionan a las empresas un volumen de financiación insuficiente, la cuantía de la financiación que se les otorga es inadecuada, se concentra en el corto plazo y tiene un costo más elevado que el que obtienen las grandes empresas.

Sin embargo, se afirma que esa estructura del pasivo, concentrada en el corto plazo en las pequeñas empresas, se corresponde con una estructura del activo en la que predominan el activo circulante y en la que el inmovilizado material es escaso; y por lo tanto puede que no fuese en la práctica tan inadecuada. En lo que si suele haber consenso es en que los costes de la financiación son mayores. Los datos de las cuentas de resultados de la Central de Balances del Banco de España para 1993, mostraban que ese coste era de 10,9 % para las empresas grandes, 13,9 % para las medianas y 15,8 % para las pequeñas.

La situación anteriormente enunciada exige respuestas que vienen generalmente en dos sentidos: una orientada a la creación de líneas especiales de financiación a tipos subvencionados, y en la promoción pública o la potenciación de entidades financieras especializadas en la financiación de estas empresas.

2. LA LINEA DE FINANCIACION DE PYMES DEL INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL

En 1993 se inicia la práctica de este instrumento financiero mediante acuerdo del Consejo de Ministros de 26/2/93, en el que se determinó que el Instituto de Crédito Oficial (ICO) destinaría 100.000 millones de pesetas para inversiones productivas. Debido a la elevada demanda, dos meses después la línea fue ampliada en 50.000 millones. En el mes de mayo de 1994 se replanteó la línea a unos fondos de 200.000 millones anuales. Desde su aprobación se han concedido préstamos por un total de 276.220 millones hasta Mayo de 1995.

El valor medio del préstamo fue de 16 millones, por lo que no hay ninguna duda sobre el tamaño de las empresas receptoras. La empresa que consigue financiación se enfrenta a tipos de interés cercanos a los preferenciales de la banca privada. Además, en algunos casos pueden disfrutar de subsidios adicionales con cargo a los programas de las comunidades autónomas. Por sectores, es la industria manufacturera, con el 48 por ciento, quien lidera el ranking, seguida del comercio y reparación de vehículos a motor con el 15 por ciento y el transporte, almacenamiento y comunicaciones con el 7 por ciento.

3. CAPITAL RIESGO

El capital riesgo constituye un instrumento financiero de apoyo a la inversión en el capital de las PYMES, a largo plazo y con carácter temporal. La participación, en todo caso, es minoritaria y normalmente implica que se involucre en la actividad de la sociedad. En función de la etapa de desarrollo de la empresa suele distinguirse diferentes modalidades de inversión: capital semilla, cuando la inversión se realiza en la puesta en marcha de la empresa; capital de arranque, con inversión en la etapa de lanzamiento de la empresa; capital expansión, cuando se invierte en la fase de consolidación de la empresa; inversión en continuidad de empresas.

El capital riesgo que regulado en España por el Real Decreto-Ley 1/1986, que abrió este tipo de inversión al capital privado, hasta entonces reservada a empresas de promoción pública (Sociedades de Desarrollo Industrial de carácter público, fundamentalmente). De acuerdo con él la inversión puede realizarse a través de dos formas: sociedades de capital riesgo, que adoptan la forma de sociedades anónimas que invierten y administran sus propios fondos y fondos de capital riesgo, constituidos por aportaciones de diferentes partícipes, que son administrados por una sociedad gestora.

La Asociación Española de Capital Riesgo (ASCRI), ofrecía en 1994 como datos básicos del sector, que las 48 entidades de capital riesgo asociadas a ASCRI gestionaban capitales por importe de 175.000 millones de pesetas. La inversión en ese año fue de 18.549 millones de pesetas.

4. SOCIEDADES DE GARANTIA RECIPROCA

Estas entidades financieras tienen un carácter híbrido, entre sociedades anónimas y cooperativas, cuyo objeto social específico consiste en la prestación de avales a sus socios ante los intermediarios financieros prestamistas. En España se les otorgó marco legal mediante el Real Decreto 1885/1978, de 26 de julio. La ley 1/1994 de 11 de marzo ha abierto el camino a un mayor desarrollo del sistema: Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) pasan a ser entidades financieras, sujetas a los requisitos de solvencia comunes a todas y a la supervisión del Banco de España; se ha ampliado el objeto social a la asistencia y asesoramiento financiero a sus socios; sustituyendo el fondo de garantía, se ha introducido el concepto de fondo de provisiones técnicas, dotado con cargo a beneficios y con las aportaciones de los socios protectores; se ha creado un sistema público de refianzamiento, que permitiera aumentar la solvencia y garantía de estas entidades. En este sentido, se culminó el proceso de fusión de SOGASA y la Sociedad Mixta de Segundo aval, S.A. dando como resultado la Compañía Española de Reafianzamiento, S.A. (CERSA), participada mayoritariamente por la Administración Pública a través del IMPI, el ICO y la Dirección General del Patrimonio del Estado. El nuevo sistema de reafianzamiento tiene unas características diferenciadoras respecto al vigente con anterioridad: El coste de la cobertura de fallidos pasa a ser gratuito; se incrementa el porcentaje de fallidos a cubrir del 40 hasta el 50 por 100, incluyendo principal y se amplía a los intereses devengados; el pago de la sociedad de reafianzamiento a la sociedad de garantía recíproca se reduce de 90 a 45 días a partir de la justificación del fallido ante la sociedad de reafianzamiento.

5. LA TITULIZACION DE CREDITOS

En España, aunque estos títulos no disponen aún de cobertura legal específica, la ley 3/1994 del 14 de abril ha abierto el camino a su creación. Se contempla la posibilidad de extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias, a otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de arrendamiento financiero y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas.

El esquema por tanto sería parecido al del mercado hipotecario, con un fondo de titulización y una sociedad gestora del mismo.

El activo del fondo estaría constituido por participaciones crediticias, consistentes en agrupaciones de créditos otorgados por las entidades bancarias a las PYME, y el pasivo por los valores de distinta naturaleza que, emitidos por el fondo, están dirigidos a los potenciales inversores.

Se apunta para que el esquema sea atractivo para las empresas que los créditos sean participativos, es decir, con una obligación de pago fija y otra variable en función de los beneficios de las empresas. Además el principal debería estar avalado y la sociedad gestora sería la encargada de hacer un rating del fondo.

6. EL SEGUNDO MERCADO

Tiene como objetivo fundamental el hacer posible la admisión a cotización de empresas que difícilmente pueden acceder a los mercados oficiales. A estos mercados acudirán empresas que no alcanzan los niveles mínimos de capital, capitalización, recursos propios o difusión de sus acciones requeridas en los mercados oficiales.

6.1 Los principales segundos mercados a nivel internacional

El segundo mercado estadounidense

En febrero de 1971 la NASD (National Association of Securities Dealers) presenta el Sistema Automatizado de Cotización de la Asociación Nacional de Agentes de Valores Mobiliarios, popularmente conocido como NASDAQ. El NASDAQ se compone de un conjunto de agentes intermediarios diseminados por el país que actúan como creadores de mercado, estando todos ellos conectados a una red de información automatizada. En la actualidad para la admisión de títulos, deben cumplirse una serie de requisitos, entre los que cabe destacar: tener un activo total mínimo de dos millones de dólares; contar con un capital y unas reservas mínimas de un millón de

dólares; aportar dos creadores de mercado o market makers. El éxito del segundo mercado estadounidense ha sido notorio. Es el mercado de más rápido crecimiento en el mundo, circunstancia que le ha supuesto ser el tercero, en términos absolutos, de la economía internacional, sólo superado por la Bolsa de Tokio y el NYSE (New York Stock Exchange). Uno de los factores que explican la importancia ha sido presentar a este mercado, al contrario que los segundos mercados europeos, no como un escalón previo de aclimatación para el acceso al primer mercado, sino como un proyecto específico y diferenciado, con una normativa autorreguladora y una tecnología punta.

El Unlisted Securities Market del Reino Unido

En octubre de 1980 se aprueban las normas de funcionamiento del llamado *Unlisted Securities Market* y el 10 de noviembre del mismo año comienza su actividad. El desarrollo del mercado no ha estado exento de críticas. Uno fue su elevada volatilidad, entendida como la variabilidad de precios. Existen distintas formas de entrar en él. La fórmula *placing* que consiste en la oferta de las acciones directamente a inversores institucionales, la mas frecuente. Otras fórmulas posibles son *offer for sale*, que consiste en la oferta pública de las acciones a un precio fijo, tender method, mediante el cual se ofrecen a subasta un conjunto de títulos y por último la simple introducción de empresas cuyas acciones al menos un 10% estén ya en manos del público. En función de las características de la empresa y de la emisión así como de la coyuntura, el intermediario es el que mejor puede asesorar sobre la fórmula idónea a utilizar.

El segundo mercado en Francia

Nació en 1983. El segundo mercado francés (second marche) juega un doble papel: proporcionar fondos a las PYMES y facilitar el acceso de nuevas empresas a la bolsa. Para ser admitida a cotización una compañía debe cumplir, entre otros, los siguientes requisitos: al menos un 10% de las acciones tienen que estar en manos del público, el valor nominal de cada título debe ser superior a 10 francos y la sociedad tiene que haber publicado estados financieros certificados por una auditoría para los dos años fiscales precedentes a la solicitud de admisión.

Además a finales de un periodo de cotización de tres años, la Sociedad de Bolsas Francesas, asistida por la sociedad en cuestión y por sus intermediarios, examina la calidad de la información emitida para los inversores, los procedimientos de contabilidad y auditoría, así como el grado en el que el valor se encuentra en manos del público y si por la frecuencia y el volumen de contratación existe un verdadero mercado para él. Al acabar esta revisión, la Sociedad de Bolsas Francesas puede recomendar al Consejo de Bolsas de Valores que la compañía quede admitida en el segundo mercado, o que sea excluida o transferida a un mercado no oficial. En el caso de que la Sociedad emisora lo pida y que las condiciones exigidas sean cumplidas la Sociedad de Bolsas Francesas también puede aconsejar la admisión del valor a la cotización oficial. La Comisión de Operaciones de Bolsa y la Sociedad de Bolsas Francesas han puesto en marcha recientemente un plan para restaurar la imagen y la capacidad de atracción de este mercado.

6.2 El segundo mercado en España

El segundo mercado de la Bolsa de Barcelona

Fue la Bolsa de Barcelona la que tomó la iniciativa de crear un segundo mercado en 1982. Las condiciones de admisión a este mercado son las siguientes: capital social mínimo de 50 millones de pesetas y máximo de 1000 millones para el caso de títulos de renta variable y un mínimo de veinte accionistas.

Para cumplir con las obligaciones de información, las sociedades que tengan admitidos títulos a la cotización en este mercado, tendrán la obligación de remitir anualmente a la Sociedad Rectora de la bolsa, la memoria, el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y la aplicación de resultados de cada ejercicio cerrado, antes de transcurrir dos meses contados a partir del día de aprobación por la Junta General.

Asimismo tendrán la obligación de comunicar puntualmente el pago de dividendos activos, dividendos pasivos de las acciones parcialmente desembolsadas, los aumentos y reducciones de capital o nominal de los títulos emitidos, así como las emisiones de obligaciones, modificaciones de estatutos sociales, transformaciones y fusiones, declaración de quiebra, suspensión de pagos o disolución y, en general, cuanta información adicional les solicite la Sociedad Rectora.

El segundo mercado bursátil oficial en España.

Si bien el segundo mercado bursátil de la Bolsa de Barcelona es la primera experiencia, la regulación oficial no se produce hasta la publicación del Real Decreto 710/1986, de 4 de abril. Las normas de admisión a cotización son mas flexibles que las vigentes en el segundo mercado de la bolsa de Barcelona: la sociedad debe tener un capital desembolsado y reservas no inferiores a 25 millones de pesetas y habrá de poner a disposición de una sociedad de contrapartida, para su circulación en el segundo mercado, al menos el 20 por ciento de los títulos respresentativos del capital, auditoría del balance y cuenta de resultados de la sociedad y suscripción de un contrato con una sociedad de contrapartida para poner en circulación, al menos, el 20 por ciento de los títulos representativos del capital y para facilitar la oferta en el mercado de dinero y títulos, es decir, para mantener la cotización y la liquidez de los valores.

Otro requisito es el relativo a la información. Así, las sociedades cuyos valores coticen en dicho mercado deberán remitir anualmente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, memoria, balance, cuenta de pérdidas y ganancias y aplicación de resultados de cada ejercicio cerrado, antes de que transcurran dos meses, contados a partir del día de su aprobación por el órgano social que corresponda. De igual forma, las sociedades con títulos admitidos a cotización, deberán facilitar al público, además, una información semestral que será publicada, al menos, en el Boletín Oficial de Cotización.

Un análisis comparativo de las principales diferencias y similitudes que existen entre el primer y el segundo mercado bursátil permite señalar: en primer lugar, que los títulos que acceden al segundo mercado no poseen cotización oficial aunque tengan ventajas análogas. Por ello deben ser incluidos de forma separada en el acta y en el boletín de cotización. En segundo lugar, es necesario indicar que si bien en el primer mercado existe un número mínimo de accionistas, en el segundo mercado no existe exigencia. Ahora bien, lo que si es de obligado cumplimiento es la puesta a disposición de una sociedad de contrapartida del 20 por ciento del capital. Además el capital social mínimo exigido en este último es de 25 millones frente a los 200 del primer mercado. Otra diferencia es la que surge al permitir el segundo mercado el acceso de sociedades de nueva creación, mientras que en el primero necesitan tener una antigüedad mínima de dos años. Y por último, en el segundo mercado se requiere la existencia de sociedades de contrapartida.

6.3 El Mercado Europeo de PYMES: Proyecto EASDAQ

La Asociación de Empresas Europeas de Capital Riesgo (EVCA) consiguió una subvención de la UE que dedicó a un estudio sobre los mercados de PYMES del cual ha nacido la idea del llamado EASDAQ. El estudio compara la situación de los mercados para pymes en Europa, sin liquidez y moribundos, con la buena salud del NASDAQ o el equivalente japonés JASDAQ. El redactor del estudio concluye que la mala situación de las pymes en sus mercados en Europa está motivada, fundamentalmente, por lo que llama competencia entre mercados. En otras palabras, que el poco éxito de los segundos mercados en Europa se debe a que dependen de las Bolsas y que estas no les dedican suficiente atención.

Durante reuniones de la Asociación Europea de Dealers de acciones (EASD) con distintos miembros de mercados bursátiles, funcionarios de la UE, bancos de inversión y EVCA y con el apoyo del NASDAQ se ha ido perfilando un mercado supranacional europeo para pymes. Entre tanto la Bolsa de París se ha lanzado a patrocinar un proyecto similar llamado por ellos "Nouveau Marche", también basado en el NASDAQ y apoyado por su tecnología. El hecho de que haya dos proyectos añade confusión a una labor nada sencilla. El hecho de que sea transnacional añade pocas esperanzas, con excepción de que sólo así se pueda obtener una masa crítica suficiente de empresas de alta tecnología. Las transacciones de país a país en Europa tienen una historia poco alentadora.

7. RESUMEN

Las PYMES, que constituyen el tejido empresarial básico de las economías europeas presentan graves problemas de financiación. Las soluciones institucionales desarrolladas hasta hoy en día se enmarcan en dos vías: Una sería la subvención a los tipos de interés, es el caso de la línea pymes del Instituto de Crédito Oficial. Y la otra se concreta en instituciones o productos especializados. Y en este sentido se han desarrollado las sociedades de capital riesgo, las sociedades de garantía recíproca, el segundo mercado y proyectos como la titulización de créditos pyme o el desarrollo del segundo mercado en el contexto de la Unión Europea (EASDAQ).

8. BIBLIOGRAFIA

ALCALA OLID, F.(1995) El capital riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación. Civitas. Madrid.

ARANDA, F.; MARTINEZ, R. y CORONA, J.F. (1989). El Segundo mercado. Una fuente de financiación para la PYME. Ediciones Gestión 2000, Madrid.

BOLSA DE MADRID (1995). Alternativas de financiación para las PYMES. Número 32. Abril

BOLSA DE MADRID (1994). La titulización de deuda de las PYMES, a la vista. Número 26. Octubre.

CASILDA BEJAR, R. (1992a). El financiamiento de la PYME. Boletín Económico de ICE. Número 2336.

CASILDA BEJAR, R. (1992b).Instituciones no bancarias y financiación a las PYME. Boletín Económico de ICE. Número 2343.

CERSA (1995). La financiación de la PYME: El nuevo modelo de reafianzamiento. Madrid.

INSTITUTO DE CREDITO OFICIAL (ICO) (1995). La financiación de la pequeña y mediana empresa (línea PYMES). Cuadernos ICO.

MADEJ, A. (1993). El relanzamiento del second marche parisino. Bolsa de Madrid. Número 10. Abril.

MARTI PELLON, J. (1995). El capital riesgo en España. 1994-1995. IMPI Y ASCRI. Madrid.

MARTIN RODRIGUEZ, M.(1995). El sistema financiero y la financiación de las PYME. Papeles de Economía Española. Número 65.

MARTINEZ CERESO, M. (1992). El segundo mercado, en Sánchez Fernández de Valderrama, J.L. (director), Curso de Bolsa. Instituto Español de Analistas Financieros, Ariel, Madrid.

MORA, A. (1996): *La financiación de la PYME en España: La orientación de los apoyos públicos*. Jornadas sobre la financiación de la PYME en España. MINER. IMPI y ENISA. Madrid. Febrero.