



ENTORNO ECONÓMICO NACIONAL E INTERNACIONAL Y FINANCIACIÓN DE LA PYME EN ESPAÑA

Emilio Ontiveros
Francisco J. Valero
Analistas Financieros Internacionales y UAM

RESUMEN EJECUTIVO

El acceso a la financiación por parte de la PYME presenta problemas específicos que, en general, están presentes cualquiera que sea el entorno económico y financiero con el que se enfrenta, aunque su intensidad puede depender de la evolución de éste. Tras analizar brevemente esta problemática, el capítulo se centra en la crisis actual y sus consecuencias para la financiación de la PYME, a un triple nivel: general, europeo y español. Las consecuencias negativas de la crisis para el crecimiento y el empleo de las economías desarrolladas ha fomentado el interés por parte de diversas instancias en la PYME y en su adecuada financiación con objeto de ayudar a potenciar el crecimiento y empleo, especialmente desde la perspectiva de la innovación, una tendencia que debería aprovecharse en particular en España.

1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo trata del entorno que rodea a la financiación de la pequeña y mediana empresa (PYME), no sólo desde la perspectiva de la coyuntura económica o financiera vigente en cada momento, sino también incluyendo el entorno institucional, que puede favorecer dicha financiación y ha cobrado una vigencia mayor como consecuencia de la crisis financiera actual.

En efecto, la financiación de la PYME viene siendo objeto de atención desde hace mucho tiempo por diversas instancias, tales como organismos internacionales, autoridades públicas, investigadores académicos, etc., por lo que no podemos reducir su análisis a los últimos tiempos, independientemente de que éstos hayan incrementado la intensidad de esa atención, incluso desde una perspectiva empírica, y hayan surgido encuestas oficiales con objeto de conocer periódicamente el estado de la cuestión.

A su vez, esa atención se deriva, por un lado, de la importancia, cuantitativa y cualitativa, de las PYME en las economías modernas¹, y, por otro, de la constatación de que su financiación presenta problemas específicos, no siempre fáciles de resolver, pero a los que se pretende dar solución con objeto de aprovechar el potencial de dichas empresas para el crecimiento y el empleo de las economías, especialmente desde el punto de vista de la innovación.

Dicho de otra forma, la crisis ha reducido sensiblemente el crecimiento y, por tanto, también el empleo de buena parte de las economías desarrolladas, entre ellas la española, por lo que cualquier

¹ Por ejemplo, en el ámbito de la UE, para el año 2006, las PYME representaban el 99,8% del total de las empresas no financieras, el 57,7% de su valor añadido y el 67,4% de su plantilla. Esas proporciones son algo más elevadas en nuestro país, 99,8%, 67,9% y 78%, respectivamente. Véase Eurostat (2009).



salida de la misma debe pasar por potenciar en lo posible los factores que puedan impulsar su crecimiento. La PYME puede jugar un papel significativo en este objetivo sobre la base de:

- 1) Su mayor capacidad de adaptación a los cambios en el entorno.
- 2) La posibilidad de que pueda instrumentar con rapidez innovaciones que ayuden a fomentar el crecimiento y el empleo de una forma sostenible. En ningún momento se presupone que la PYME sea por sí misma una empresa innovadora. De hecho muchas no lo son, pero, precisamente por la necesidad de crecer y hacerse un lugar estable en el mundo empresarial, es el tipo de empresa que posee mayores incentivos para intentar materializar innovaciones que puedan tener éxito en el mercado.

En este contexto, el capítulo pretende, en primer lugar, ofrecer una visión panorámica de la problemática financiera de la PYME en general y, en segundo, adaptarla a las características peculiares de la crisis actual. En especial a las transformaciones que a lo largo de su vigencia está experimentando la crisis, una sucesión de crisis encadenadas prácticamente sin solución de continuidad, pero que van añadiendo sus negativos efectos a la economía en general y a las PYME en particular.

Como quiera que, dentro de esta obra colectiva en la que se inserta, muchos aspectos de los que trata este capítulo son objeto de mayor concreción en los que le siguen a continuación, pretendemos mantener un alto nivel de generalidad, poniendo el énfasis en los problemas existentes y en sus posibles vías de solución más que en el análisis de los aspectos concretos de unos y otras. Este nivel de generalidad no significa, sin embargo, que pretendamos desarrollar una teoría general sobre la PYME o sobre su financiación, una tarea que exigiría mucho más espacio del que disponemos. Véase, por ejemplo, Berger y Udell (2005).

Por la misma razón, no entramos a distinguir los distintos tipos de PYME, sea por su tamaño, sector de actividad, etc., salvo por las menciones que se efectúan a la PYME innovadora, que entendemos es la que está detrás de muchas de las preocupaciones actuales que muestran sobre este terreno las organizaciones internacionales y las autoridades públicas.

Tampoco vamos entrar en las diversas definiciones de PYME que se pueden manejar, sea a efectos legales o de otro tipo, que no las consideramos especialmente relevantes para las cuestiones a las que se refiere este capítulo. En todo caso, constatamos que no existe una definición generalmente aceptada de la PYME.

2. LA PROBLEMÁTICA FINANCIERA DE LA PYME

En ocasiones se suele emplear la expresión «acceso a la financiación» (abreviada en inglés como *A2F*), que no es exclusiva de la PYME, sino que puede aplicarse a la generalidad de los agentes económicos, para reflejar los problemas financieros de aquella. Una expresión similar, que pone más el acento en el problema, es la de «brecha de financiación» (*financing gap* en inglés), en torno a la cual la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) celebró una conferencia mundial en marzo de 2006, antes, por tanto, de la crisis actual, véase OCDE (2006a² y 2007). Entre otras instancias, ha sido utilizada también por la Corporación Financiera Internacional, IFC (2010).

En ambos casos la idea subyacente es que existe un problema financiero específico de la PYME, que puede resumirse en el hecho de que muchas de ellas podrían tener una mayor actividad si dispusieran de los recursos financieros necesarios, pero no lo hacen debido a que no pueden obtenerlos en el sistema financiero. Como consecuencia de ello, la economía tiende a generar

² El resumen ejecutivo de esta publicación puede consultarse en OCDE (2006b).

menos producción y menos empleo y, en algunos casos, también una menor innovación, con todas sus negativas secuelas.

Se trata de un problema estructural, que tiene mucho que ver con las características de este tipo de empresas, sobre el que se han intentado diversas soluciones a lo largo de la historia reciente. El gráfico 1 sintetiza las características que nos parecen más relevantes para entender el problema. Consideramos que este gráfico es suficientemente ilustrativo por sí mismo, por lo que no es necesario explicarlo en detalle. No obstante, conviene precisar dos puntos, que tienen más que ver con el desarrollo del sistema financiero que con la PYME:

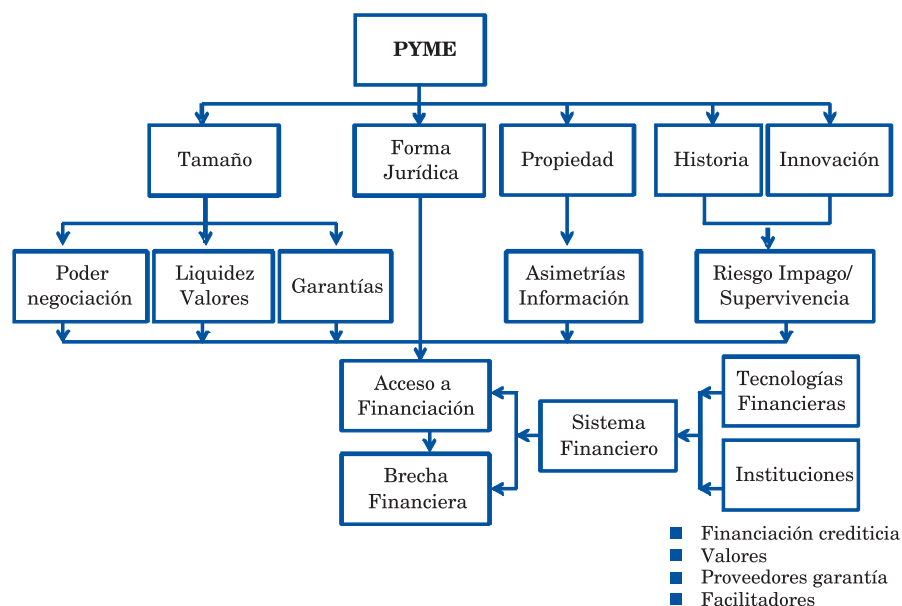
- a) La tecnología financiera, concepto tomado de Berger y Udell (2005), se refiere a cada una de las combinaciones entre los distintos elementos que entran en una determinada forma de proveer de fondos a una empresa, tales como:
- Fuentes de información sobre la empresa
 - Políticas y procedimientos de valoración y selección

- Estructuras contractuales
- Mecanismos y estrategias de seguimiento y control

Así, por ejemplo, una de estas tecnologías sería el leasing, véase Afi (2007).

- b) La inclusión de la figura de los facilitadores entre las instituciones del sistema financiero apunta precisamente a la naturaleza del problema. En efecto, si la PYME tiene un difícil acceso a la financiación, una forma de ayudarla pasa por el desarrollo de mediadores que acerquen la PYME a sus proveedores de financiación, particularmente las entidades de crédito, tal y como se ha hecho en algunos Estados miembros de la Unión Europea (UE), véase el documento COM (2011) 78 que se menciona más adelante. En España existe una figura similar, el *asesor registrado*, respecto al Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MAB EE), Sánchez de la Peña (2008).

GRÁFICO 1. EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN POR LA PYME





En síntesis, las principales características de la PYME recogidas en el gráfico 1 serían las siguientes:

- 1) Su reducido tamaño les proporciona un menor poder de negociación frente a las entidades financieras, por lo que tienden a obtener peores condiciones por los fondos que necesitan. Este factor suele estar acompañado de una menor disponibilidad de garantías que ofrecer a dichas entidades. Este menor poder de negociación también se produce frente a determinados clientes, como grandes empresas y administraciones públicas, a la hora de cobrar sus bienes y servicios en plazos razonables, lo que eleva sus necesidades financieras y agrava el problema de su financiación.
- 2) Esa misma menor dimensión implica que los valores que puedan emitir no se consideren suficientemente líquidos por los mercados, aunque tengan acceso a éstos, haciéndolos menos atractivos para los inversores. A esto se une que, bien sea por la forma jurídica³ o por las reglas del mercado, algunas PYME tienen vedado el acceso a los mercados de valores.
- 3) En general, es una empresa que tiende a tener menos historia en que apoyarse frente a las entidades financieras y los inversores, pero, sobre todo, empíricamente, es una empresa que tiende a sobrevivir como tal durante menos tiempo, lo que eleva el riesgo potencial que tendrían que soportar dichas entidades e inversores en caso de fracaso de la empresa.
- 4) La propiedad de su capital tiende a ser más cerrada, si no lo es totalmente, por

tratarse, por ejemplo, de una empresa familiar o de un empresario individual, lo que aumenta las asimetrías de información sobre la misma frente a las entidades financieras y los inversores.

Todos estos factores pueden ayudar a explicar que la PYME disponga de un menor acceso a la financiación o, si se prefiere, una mayor brecha financiera, pero no hay que olvidar que la relación de causalidad también puede operar en la dirección contraria. De ahí precisamente la necesidad de que dicha brecha sea lo más reducida posible. Por ejemplo, la supervivencia de la PYME puede depender significativamente de la obtención de suficiente financiación en las condiciones adecuadas. Véase al respecto, para el caso español, López-García y Puente (2006a y b).

A un nivel más general, puede decirse que la intensidad de los problemas financieros a los que pueden enfrentarse las PYME depende de dos grandes variables del entorno:

- 1) El estado de la economía y de las finanzas.
- 2) El desarrollo del sistema financiero, en el doble sentido antes indicado: tecnológico e institucional.

Como muestra de ambos factores, podemos acudir a las publicaciones de la OCDE antes mencionadas, recordando que son anteriores a la crisis, según las cuales, sobre la base de las encuestas efectuadas al efecto:

- 1) En los países de la organización, que a efectos prácticos podemos equiparar a las economías desarrolladas, no se observaba una brecha de financiación generalizada para la PYME en general. Como veremos en el apartado siguiente de este capítulo, resulta cuando menos muy dudoso que esta conclusión sea válida bajo la crisis actual.
- 2) A pesar de ello, con excepción de unos pocos países de la OCDE, sí se manifies-

³ En España, entre las distintas formas societarias, sólo la sociedad anónima y la sociedad comanditaria por acciones pueden emitir valores. Véase la Ley de sociedades de capital, arts. 401, 402 y disp. adicional 1ª.



ta dicha brecha con las PYMES más innovadoras, por ejemplo de sectores tecnológicos, que son aquéllas de la que se espera un mayor potencial de ganancias de competitividad, crecimiento y empleo. Recuérdesse que esto sucede en una etapa que podría considerarse de prosperidad, al margen de que en la misma se incubaran buena parte de los elementos que subyacen en la crisis que estamos viviendo.

- 3) En la mayor parte de los países ajenos a la OCDE se observa, sin embargo, una amplia escasez de financiación para la PYME⁴, un tema del que no nos ocupamos aquí, pero que hay que considerar muy importante, sobre todo ante la creciente relevancia económica que a un nivel mundial están cobrando los países en desarrollo y, entre ellos, los denominados países emergentes, en los que actualmente descansa buena parte del crecimiento de la economía.

En general, como pone de manifiesto el escaso desarrollo de los mercados de valores expresamente configurados para PYME, mercados alternativos, segundos mercados, etc., en muchos países, entre ellos España, la brecha financiera de este tipo de empresas tiende a ser más explícita en los mercados de valores que en el sistema bancario. Esto quiere decir, entre otras cosas, que:

- 1) Los efectos de la brecha financiera en cada uno de los países dependerán del peso relativo de cada una de las grandes vías de financiación de la economía: el sistema bancario y los mercados de valores.
- 2) El hecho de que estos mercados hayan alcanzado un menor grado de desarrollo, cualitativo y cuantitativo, en algunos países, sugiere que una de las vías para cerrar la mencionada brecha pasa por estimular dicho desarrollo, lo que, en general, exigirá una actuación coordinada por los sectores público y privado.

En España el mayor peso del sistema financiero sobre la economía en su historia reciente se debe, sobre todo, al desarrollo de los mercados de valores, véase Ontiveros y Valero (2004), lo que ha posibilitado vías alternativas de financiación para la PYME a las puramente bancarias. Sin embargo, la utilización de éstas por las empresas españolas está sensiblemente por debajo de la que se observa en otros países de nuestro entorno. Puede consultarse a este respecto CNMV (2011), que analiza la financiación empresarial en España desde la década de 1990, dedicando una especial atención a la PYME. La realidad es que la economía española sigue siendo una de las más «bancarizadas» de la OCDE.

3. LA CRISIS ACTUAL

La crisis que emergió en el verano de 2007 tiene en el momento presente muchas facetas resultantes de las distintas fases que ha ido atravesando. Todas ellas tienen, de uno u otro modo, repercusiones en la financiación de la PYME, tal y como se intenta reflejar en el gráfico 2. Éste no pretende exhibir todos los aspectos posibles de la crisis, sino recoger aquellas influencias, que en muchos casos se realimentan entre sí, más relevantes para explicar las dificultades financieras que, como consecuencia de la crisis, presentan todos los

⁴ Los estudios de la OCDE asocian este hecho a la mayor «informalidad» de la economía de muchos países emergentes, que podría explicarse por factores como los siguientes, que pueden tener influencia también en los países más desarrollados:

- 1) Falta de interés por parte de las entidades financieras en las PYME, lo que desincentiva a éstas a operar de una forma transparente, elevando sus asimetrías de información.
- 2) Los propios empresarios huyen de la economía formal con objeto de eludir regulaciones o impuestos.
- 3) Falta de capacidad por parte de las administraciones públicas para exigir el cumplimiento efectivo de la regulación.

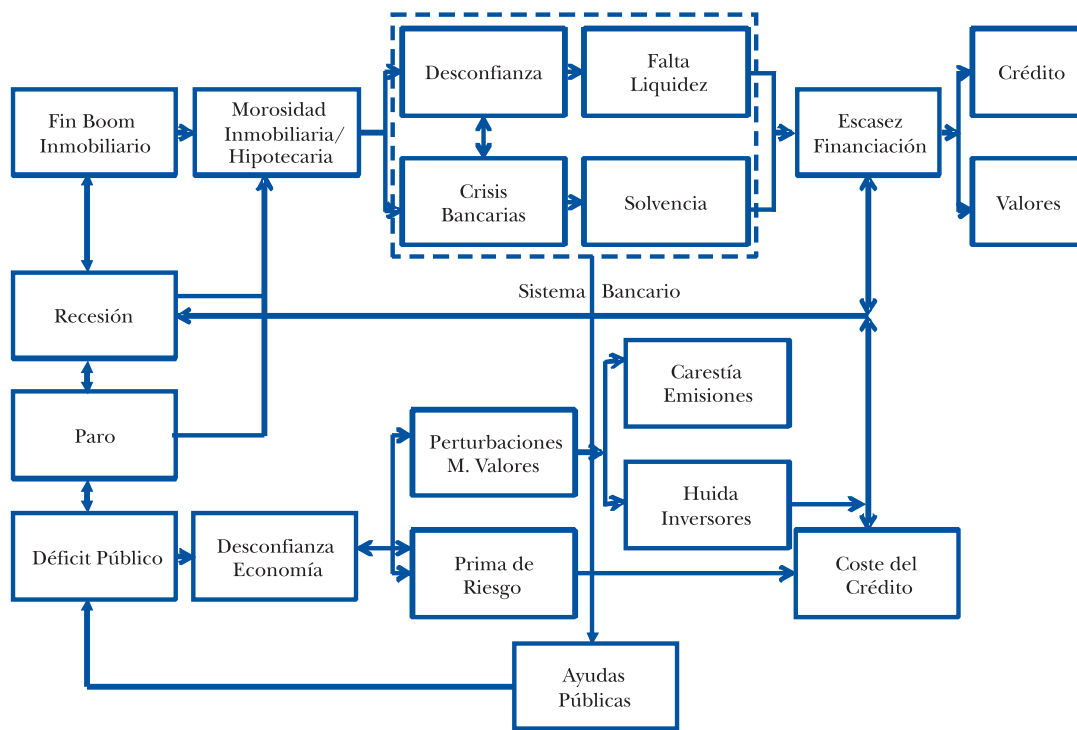


agentes económicos en general, y en particular las empresas, no sólo la PYME.

Por otro lado, no cabe duda que, dada la ya apuntada relevancia de la PYME en las economías actuales, éstas pueden y deben jugar un papel importante en la salida a la crisis, que necesariamente debe pasar con un mayor crecimiento económico sobre bases más sostenibles. Aunque se

refiere nominalmente a países en desarrollo, pero con aplicación también a los países desarrollados, una manifestación de esta realidad a un nivel mundial puede verse en el informe elaborado por uno de los grupos de expertos⁵ relacionados con el G-20 para su cumbre de Seúl, en noviembre de 2010. Dicho grupo se había constituido en una cumbre anterior, la de Pittsburg, en septiembre de 2009.

GRÁFICO 2. LA CRISIS ACTUAL Y LA FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA 2007



Hay que tener en cuenta que los objetivos básicos de dicho grupo son los dos siguientes, que tienen una validez universal:

- 1) Compilación y, sobre todo, fortalecimiento de las mejores prácticas en la financia-

ción de PYME, objeto del informe mencionado⁶.

- 2) Encontrar los mejores modelos de colaboración en el ámbito mundial entre los sectores público y privado para fomentar

⁵ *Financial Inclusion Experts Group. SME Finance Sub-Group*, copresidido por Alemania y Sudáfrica, con el apoyo de la IFC.

⁶ Para ello se analizaron 164 casos de intervenciones en la financiación de PYME procedentes de todo el mundo, en su mayor parte países en desarrollo.



la financiación de la PYME, objeto de la denominada *SME Finance Challenge*⁷.

En conexión con esta iniciativa asociada al G-20, otras organizaciones internacionales han analizado también dentro del período de crisis la problemática financiera de la PYME, como es el caso de la OCDE (2009) e IFC (2009). En un plano más general, la CE ha reforzado y revisado en este periodo su política favorable a la PYME y, en particular, a su adecuada financiación⁸, a través de la denominada *Acta de la Pequeña Empresa* (Small Business Act), uno de cuyos puntos clave es, precisamente, facilitar el acceso de las PYME a la financiación, así como desarrollar un marco jurídico y empresarial que propicie la puntualidad de los pagos en las transacciones comerciales. Véase COM(2008) 394⁹ y COM(2011) 78¹⁰.

Por tanto, la crisis actual se une a la problemática estructural que hemos visto en el apartado anterior para hacer aún más relevante que antes, si cabe, el acceso a la financiación de la PYME. No puede considerarse casual que sea precisamente en esta época, cuando todavía no se vislumbra la salida a la crisis, que hayan aparecido iniciativas para seguir la evolución del problema de forma recurrente:

- 1) En el ámbito europeo, la encuesta semestral sobre el acceso a la financiación por parte de la PYME en el área euro que viene publicando el Banco Central Euro-

peo (BCE) desde septiembre de 2009 en colaboración con la Comisión Europea (CE), de la que ya ha habido varias ediciones¹¹.

En este ámbito se registra una división del trabajo entre la CE y el BCE. Frente a la orientación cortoplacista y limitada al área euro de éste, aquélla se encarga de un informe que inicialmente, dentro del *Eurobarómetro*, se prevé publicar cada dos años para el conjunto de la UE e, incluso, otros países estrechamente asociados a la misma¹².

Sobre los obstáculos para la financiación de las PYME del área euro que se desprenden de estas encuestas en esta crisis puede consultarse BCE (2011).

- 2) En España, el Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó el 26-5-2011 por primera vez una encuesta sobre acceso a financiación de las empresas¹³, que, en realidad, se refiere a las PYME y forma parte de un proyecto más amplio en el que participan 20 países de la UE¹⁴. Las características de las empresas¹⁵, su número (3.001) y el ámbito temporal

⁷ Puede verse su web, disponible en español: <http://www.changemakers.com/es/pymes/winners#tab-section>.

⁸ Véase COM(2006) 349: *Aplicación del programa comunitario sobre la Estrategia de Lisboa: Financiar el crecimiento de las PYME – añadir valor europeo*. Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.

⁹ «Pensar primero a pequeña escala». «Small Business Act» para Europa: iniciativa en favor de las pequeñas empresas. Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.

¹⁰ *Revisión de la «Small Business Act» para Europa*. Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.

¹¹ Todas ellas pueden verse en: <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

¹² No obstante, la CE ya había publicado previamente encuestas similares en 2005 (para la entonces UE-15) y 2006 (para los 10 nuevos Estados miembros que se adhirió a la misma el 1-5-2004). Todo ello puede verse en:

http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/index_en.htm.

¹³ Disponible en: <http://www.ine.es/jaxi/menu.do?type=pcaxis&path=/t37/p231&file=inebase&L=0>.

¹⁴ Aunque no abarque a todos sus países, dichas encuestas se efectúan dentro del marco de la UE, ya que es consecuencia del Reglamento (CE) n° 97/2009 de la Comisión, de 2 de febrero de 2009, por el que se aplica el Reglamento (CE) n° 295/2008, relativo a las estadísticas estructurales de las empresas, en lo referente al uso del módulo flexible.

¹⁵ Las empresas participantes son no financieras y no filiales de otras empresas, de la industria, la construcción y los servicios que cumplan estas tres condiciones:

- a) Entre 10 y 249 empleados en 2005.
- b) Con actividad en 2008.
- c) Con un mínimo de 10 empleados en 2010.



(2010 sobre 2007, pero también las perspectivas para el período 2011-2013) de esta encuesta la hacen especialmente relevante para estudiar los efectos de la crisis en el tema que nos ocupa.

Además de analizar el sector de actividad, las empresas encuestadas se dividen en tres grupos, de los que no hacemos uso en el resto del capítulo:

- a) Empresas de alto crecimiento, excepto «gacelas» (con un promedio anual superior al 20% entre los años 2005 y 2008).
- b) *Gacelas*, empresas de alto crecimiento con antigüedad al final del período de observación del crecimiento, por lo que fueron creadas en 2003 o 2004.
- c) Resto de empresas.

Estas encuestas complementan a las que ya venían realizándose desde enero de 2003 sobre préstamos bancarios en el seno del Eurosistema¹⁶ y, dentro de éste, por el Banco de España¹⁷ para nuestro país, con objeto de conocer trimestralmente las condiciones de oferta y demanda del mercado de créditos. En estas encuestas se incluyen, como categoría diferenciada de prestatarios, las PYME.

En definitiva, actualmente nos encontramos con una amplia gama de fuentes para seguir, a nivel internacional y nacional, el acceso a la financiación por parte de las PYME. En todos estos esfuerzos subyace la idea de que para resolver un problema del tipo indicado hay que medir su intensidad y conocer su evolución a lo largo del tiempo.

No es objeto de este capítulo analizar la evidencia que se deriva sobre este tema de las fuentes

anteriores, pero, dado que se refiere a nuestro país y, además, abarca buena parte del período que llevamos de crisis, utilizaremos la encuesta del INE para ilustrar algunas de las tendencias que se observan en las PYME españolas.

Dentro de este contexto, resulta necesario analizar las características más relevantes de la crisis actual, ya sea de forma panorámica, con objeto de deducir consecuencias de la misma para la financiación de la PYME, que es el objeto de los epígrafes siguientes. En Europa y en nuestro país estas características pueden adoptar rasgos específicos que también condicionan dicha financiación en uno y otro ámbito, motivo por el cual los analizamos en sus propios epígrafes.

3.1. SINGULARIDAD DE LA CRISIS

La crisis que emerge en el verano de 2007 tiene varios elementos que la hacen sensiblemente diferente de otras ocurridas con anterioridad¹⁸, tanto desde el punto de vista cuantitativo como cualitativo:

- 1) Se origina en el núcleo del mundo desarrollado, Estados Unidos, y pronto se extiende al resto de dicho mundo, especialmente en Europa, áreas en las que sigue exhibiendo en estos momentos su mayor intensidad, aunque por razones diferentes de las que originaron la crisis.
- 2) Exhibe elementos financieros y de economía real que se han reforzado mutuamente agravando la duración e intensidad de la crisis y dificultando sus vías de salida. Entre los elementos de economía real afectados, destacamos:
 - a) El crecimiento económico, en general muy reducido en los países desarrollados.

¹⁶ Disponibles en: <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

¹⁷ Disponibles en: <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/epb.html>.

¹⁸ Para el análisis histórico de las crisis financieras, dos obras recientes que pueden consultarse son Reinhart y Rogoff (2011) y Marichal (2010).



- b) El empleo, con una elevación significativa de las cifras de paro.
 - c) En algunos países, como España, la crisis de un sector como el inmobiliario con los consiguientes efectos negativos en otros sectores de la economía real y en el empleo, además del incremento de la morosidad de empresas y personas físicas frente a sus acreedores, dentro o fuera del sistema financiero.
- 3) Desde el punto de vista de las entidades bancarias, incorpora problemas tanto de liquidez como de solvencia, lo que ha repercutido en una menor disponibilidad del crédito para el conjunto de la economía, así como en el encarecimiento del mismo. Además, algunas de estas entidades han entrado en crisis e, incluso, han llegado a desaparecer, al menos como entidades independientes.
- 4) En general, los problemas registrados en el sistema financiero han requerido importantes ayudas públicas al mismo, lo que, junto a otros efectos de la crisis en la economía real, ha tendido a elevar significativamente el volumen de los déficit públicos.
- 5) En el caso europeo, más concretamente en el área euro, como consecuencia de lo anterior, se ha puesto en duda la capacidad de pago de la deuda pública de algunos de sus países, hasta tal punto de que tres de ellos han tenido que ser rescatados con ayuda de otros países de la UE y del FMI. En otros, como es el caso de España, sus deudas públicas han sufrido en algunos momentos de forma intensa la desconfianza de los inversores, con el consiguiente ascenso de sus rendimientos.
- 6) La necesidad de controlar los elevados déficit públicos, para no perder la con-

fianza de los inversores, contrasta fuertemente con la de fomentar el crecimiento económico y el empleo, una de las vías que podría contribuir a reducir dichos déficit. Esta importante dicotomía, que no es nueva, es uno de los elementos de discusión más relevantes en diversas instancias sobre la política económica que se ha de seguir para salir de la crisis.

- 7) En determinados momentos, como consecuencia de los elementos anteriores, se ha incrementado notablemente la volatilidad en los mercados de valores, lo que ha dificultado la captación de nueva financiación, no sólo por la evolución de su precio, sino también por la mayor aversión al riesgo de los inversores.

Desde el punto de vista de la PYME, todo ello puede resumirse en una menor oferta de fondos disponibles para su financiación, sea de origen bancario o de los mercados de valores. Y, en todo caso, en un endurecimiento de sus condiciones, en términos del coste y del plazo, lo que ha dificultado no sólo su rentabilidad, sino también, en algunos casos, su supervivencia en un entorno tan difícil. No es extraño, pues, que se haya producido el cierre de un número significativo de PYME como consecuencia de la crisis, al tiempo que se ha ralentizado la natalidad empresarial.

3.2. LA CRISIS EUROPEA

Una de las mutaciones más relevantes de la crisis actual es que, teniendo su origen en Estados Unidos, donde sigue teniendo efectos sobre su economía, sus más severas consecuencias se hacen sentir en estos momentos en Europa y sus mercados financieros. Hasta el punto de que se cuestiona la propia unión monetaria y en particular la capacidad de coordinación política necesaria para superar la crisis y la necesidad de avanzar en una mayor integración fiscal.

En efecto, la crisis y, en particular los rescates sucesivos de tres países del área euro, Grecia,



Irlanda y Portugal, han puesto de manifiesto con toda su crudeza ese «pecado original» de la unión económica y monetaria (UEM) europea, cual es la incoherencia entre:

- 1) Una política monetaria única que efectivamente se maneja de forma unitaria a través del Eurosistema y de su cabeza el BCE, y
- 2) Una política económica que se dejó desde un principio, y sigue estando, en manos nacionales, aunque con:
 - a) mecanismos de coordinación entre los Estados miembros a la hora de elaborar sus políticas económicas,
 - b) ciertas reglas para limitar los déficit públicos y prohibir actuaciones particulares por parte de algún Estado miembro que pudieran implicar una menor credibilidad de la moneda única.

Precisamente, con objeto de intentar controlar en lo posible los efectos de esta incongruencia, en particular reforzando el control de los déficit públicos a iniciativa alemana, se aprobó en 1997 el denominado Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), cuyos primeros incumplimientos afectaron a grandes países, como Alemania y Francia, por lo que, hasta ahora, no ha tenido especial eficacia para respaldar la credibilidad de la UEM.

Dicho de otra forma, como consecuencia de la crisis actual, previamente a los rescates antes mencionados, se había detectado un serio problema de gobernanza económica en el seno de la UE, véase COM(2010)¹⁹ 250 y COM(2010) 367²⁰,

¹⁹ *Reforzar la coordinación de las políticas económicas.* Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.

²⁰ *Reforzar la coordinación de las políticas económicas para fomentar la estabilidad, el crecimiento y el empleo –Instrumentos*

y, en especial, en el área euro, al que se ha intentado dar solución mediante un paquete legislativo presentado por la CE el 29/9/2010, que, en estos momentos, está en acción. Dicho paquete legislativo, en esencia pretende:

- 1) Fortalecer el PEC con una toma de decisiones fiscales prudente.
- 2) Prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos en general, no sólo los fiscales.
- 3) Establecer marcos presupuestarios nacionales de calidad.

Con ser necesaria esta mejora de la gobernanza económica en la UE, actualmente ha sido sobrepasada por la ausencia de mecanismos eficaces de rescate para los países que puedan entrar en crisis, que, como hemos señalado, se apoyan en la ayuda de la UE y de otros Estados miembros, e incluso del FMI, organización que dispone de recursos y experiencia para ello, buena parte de cuyo capital es aportado por países europeos.

En primer lugar, en contraste con lo que ocurre con países de estructura política muy descentralizada, como Estados Unidos, donde el presupuesto federal está en torno al 25% del PIB, el correspondiente a la UE, como centro de una hipotética federación de los países que la forman, es muy pequeño, poco más del 1% del PIB total de dichos países, frente a una media del 44% en éstos. En 2011 fue de 140.000 millones €, frente a un presupuesto agregado de los Estados miembros de 6.300 billones €, poco más del 2% de éste. Además, su aprobación no sigue un proceso sencillo, ya que deben aceptarlo tanto el Parlamento como el Consejo de la UE, es decir el conjunto de sus Estados miembros.

para una mejor gobernanza económica de la UE. Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones.



Por tanto, difícilmente el rescate de algún país de la UE puede venir de las instituciones de ésta, por lo que la solución debe proceder en su gran parte de los restantes países y/o el FMI, con la consiguiente dificultad de negociar los correspondientes acuerdos y subsiguientemente aprobarlos, que en muchos casos exige la ratificación por los respectivos parlamentos.

Esta experiencia se vivió con el 1er rescate de Grecia, cuando se aprobó un paquete por un importe total de 750.000 millones €, el 50% aportado por el FMI, mientras que el resto procede:

- 1) 440.000 millones € de una Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF por sus siglas en inglés), dotada por los restantes países del área euro por un periodo de 3 años.
- 2) 60.000 millones € de un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM), gestionado por la CE con cargo al presupuesto de la UE.

La insuficiencia del primer rescate de Grecia, la necesidad de rescatar otros países y las dudas de los mercados sobre la situación de algunos de los países más grandes de la UE, como Italia y España, llevaron a reformular el esquema anterior dotándole de permanencia y mayores posibilidades a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM)²¹, que entraría en vigor a la caducidad del anterior, a mediados de 2013. En todo caso, sigue siendo un instrumento intergubernamental, por lo que no resuelve el problema que plantea su aprobación por todos los países en un plazo razonable, tanto en su puesta en marcha, que en estos momentos todavía no se ha producido, como en su aplicación en cada momento.

²¹ Que se apoya en una pequeña modificación del Tratado de Funcionamiento de la UE, añadiendo el art. 136.3, actualmente pendiente de ratificación por el conjunto de los Estados miembros.

En relación con estos mecanismos, se viene planteando en los últimos tiempos la cuestión de los denominados «eurobonos», expresión que en este contexto posee un significado diferente al que tradicionalmente ha tenido en la historia de los mercados financieros internacionales. Se trata de deuda pública emitida y respaldada por el conjunto del área euro, bien directamente o a través del ESM, lo que implicaría una estrecha unión económica entre los países que la forman, especialmente desde una perspectiva fiscal.

Sin embargo, en la medida en que este tipo de bonos implica una transferencia en el coste y la seguridad de la deuda pública de los países más estables a los que lo son menos, ha levantado muchas reticencias en los primeros. A pesar de ello, no puede descartarse que a medio y largo plazo terminen imponiéndose en el ámbito europeo.

En definitiva, la UE y, en concreto, el área euro no sólo tienen serias deficiencias en su sistema de gobernanza económica, sino que, además, carecen de mecanismos eficaces para resolver la crisis de alguno de sus Estados miembros, lo que en algunos momentos ha provocado la desconfianza de los inversores en su estabilidad, que se ha reflejado en bajadas significativas en los precios de sus valores, tanto de renta fija como de renta variable.

Todo ello hace más difícil y más cara la captación de financiación por parte de la generalidad de los agentes económicos de un país muy directamente afectado por la crisis, como es el caso de España. Especialmente grave es en aquellos casos que, como sucede con la PYME, presentan dificultades para el acceso a la misma incluso en épocas más tranquilas, como hemos visto anteriormente.

Por tanto, desde la perspectiva de este trabajo, conseguir una cierta estabilidad por parte de los mercados debe considerarse una prioridad para el conjunto de las empresas y, en particular, la PYME, teniendo en cuenta que dicha estabilidad no puede basarse sólo en iniciativas nacionales, sino que exige una actuación coordinada de los Estados miembros. Ésta, como acabamos de



ver, no es fácil, sobre todo en términos de la rapidez y eficacia en la aplicación de las soluciones que en cada caso procedan.

3.3. LA CRISIS EN ESPAÑA

La crisis en España ha tenido, y tiene, rasgos singulares que afectan a la financiación de la PYME, que, como hemos señalado anteriormente, posee aún más relevancia en la economía de nuestro país que para el conjunto de la UE.

Como principales rasgos de la crisis en nuestro país desde la perspectiva que nos ocupa, teniendo en cuenta el mayor peso del sistema bancario en la financiación de la empresa española y, en particular, de la PYME, podemos señalar los siguientes:

- 1) Aunque, en un principio, la crisis del sistema bancario español se calificó como de liquidez y no de solvencia, ésta última ha ido cobrando progresivamente mayor protagonismo, debido al desplome del mercado inmobiliario, que ya veía desacelerándose desde antes de la crisis. Esto ha generado una fuerte contracción del crecimiento, un intenso incremento del paro y un sensible aumento de la morosidad bancaria, tanto por parte de las empresas como por las personas físicas.

La morosidad no sólo ha afectado a la rentabilidad de las entidades de crédito, a través de las necesidades de dotar mayores provisiones, sino también a la solvencia, puesto que ha reducido el potencial de autofinanciación de las mismas a través de las reservas y, en casos especialmente intensos, ha terminado provocando la crisis de las entidades afectadas, como las tres cajas de ahorros que han sido objeto de intervención.

- 2) El sistema bancario español ha puesto de manifiesto como consecuencia de la crisis una elevada sobrecapacidad, más que en el número de entidades, en su red de ofi-

cinas y su plantilla, lo que ha exigido, y está requiriendo, su profunda reestructuración para adaptarse a las nuevas circunstancias tanto de demanda como de rentabilidad.

- 3) Como consecuencia de los factores anteriores, el sistema bancario español ha mostrado una elevada necesidad de fortalecer sus recursos propios en su conjunto, aunque con muchas diferencias entre las distintas entidades.

El fortalecimiento de los recursos propios se ha producido por una mayor captación de los mismos de los sectores público y privado de la economía, pero también ha conllevado por parte de las entidades estrategias de menor crecimiento y/o de orientación de sus actividades hacia operaciones menos consumidoras de recursos propios, lo que ha tenido efectos depresivos sobre la oferta de créditos.

- 4) La financiación de la economía española y, en particular, del boom inmobiliario antes de la crisis, ha procedido en buena parte del exterior, por lo que el conjunto de ella, y dentro de éste las entidades bancarias, se encuentran actualmente sensiblemente sobre-endeudados.

Esta circunstancia aumenta el riesgo de los proveedores de dicha financiación y disminuye su predisposición a seguir aportándola. La corrección de esta situación, el desapalancamiento, un proceso que llevará su tiempo en el inmediato futuro, sesga a la baja tanto el crecimiento de la economía como del crédito.

- 5) Al margen de los anteriores factores, uno de los rasgos específicos de nuestro país es que la crisis ha afectado en mayor medida al sector de entidades, las cajas de ahorros, que venían ofreciendo más financiación a las PYME, en buena medida por su mayor vinculación al territorio tradicional de actuación.



Dicho sector se ha visto sometido a la mayor transformación de su más que centenaria historia, hasta el punto de que sus entidades ahora son, o van camino de ser, en su práctica totalidad, bancos, independientemente de que el control mayoritario de los mismos se mantenga por cajas de ahorros. Dicha transformación puede seguirse en Afi (2011) y en las sucesivas notas que sobre la reestructuración del sistema bancario, y en particular de las cajas de ahorros, ha ido emitiendo el Banco de España²².

El hecho de que sea el sector de cajas de ahorros el más afectado por la crisis dentro del sistema bancario español tiene varias explicaciones cuyos efectos se acumulan entre sí:

- a) Son las entidades que, en conjunto, se expusieron más al sector inmobiliario y, por tanto, han sufrido con mayor intensidad la brusca desaceleración de éste.
- b) Son también las entidades que, previamente a la crisis, más habían apostado por unas estrategias de expansión en sus redes de oficinas y plantillas, en buena parte fuera de sus territorios tradicionales de actuación, lo que hace más difícil rentabilizar dicha expansión.
- c) Al ser entidades que carecen de propietarios no pueden acudir, como los bancos, a las ampliaciones de capital, teniendo en cuenta que la fórmula que se les había dado para resolver este problema, las cuotas participativas, no ha funcionado en la práctica. Como, al mismo tiempo, la nueva regulación internacional sobre la sol-

vencia de las entidades de crédito, el proceso denominado Basilea III, véase Martín y Valero (2011), va a exigir a dichas entidades más recursos propios y de mejor calidad, desde la perspectiva de su capacidad de absorber las pérdidas, las cajas se encontraban en este terreno con una importante desventaja.

Todos estos factores explican que el acceso a la financiación por parte de la PYME española se haya dificultado de forma significativa con motivo de la crisis actual. Como hemos señalado previamente, la nueva encuesta del INE en este ámbito da buena prueba de ello. Sin pretender un análisis exhaustivo de la misma, los cuadros siguientes muestran claramente los principales términos del problema.

El cuadro 1, mientras sólo registra un ligero aumento de las empresas con necesidades de financiación, muestra grandes variaciones en el éxito de su captación. Así, por ejemplo, el número de empresas que no obtienen préstamos financieros aumenta en 15,4 puntos porcentuales entre 2007 y 2010, mientras que las que consiguen un éxito total disminuyen en 29,7 p.p. Incluso, con el capital la evolución es peor, 33,1 y 54,5 p.p., respectivamente.

Las razones que impidieron o dificultaron la obtención de préstamos financieros se recogen en el cuadro 2. En general, se observa que estas razones tienen una intensidad muy similar antes y después de la crisis, siendo la variación más relevante la elevada reducción, 11,1 p.p., de la que hace referencia a la falta de capital propio, que, alegada por las entidades o personas financiadoras, pone de manifiesto que la PYME ha hecho un sensible esfuerzo para capitalizarse como una de sus respuestas al entorno financiero menos favorable con que se enfrentan.

Por último, en conexión con lo que acabamos de exponer, el cuadro 3 resulta a nuestro juicio muy significativo, en la medida en que, aunque muestra una fuerte dependencia por la PYME española de los préstamos de las entidades de

²² Disponibles en: http://www.bde.es/webbde/es/secciones/prensa/info_interes/reestructuracion.html.



crédito, que apenas varía con ocasión de la crisis, pone claramente de manifiesto que, como respuesta a la misma, dicha PYME ha buscado una sensible diversificación de fuentes financieras.

Esto último tiene importantes implicaciones no sólo para las estrategias de las PYME, sino también para la política pública en relación con las fuentes de financiación de las mismas. En efecto,

se trata, sobre todo, de que estas empresas dispongan de la más amplia diversidad de alternativas posibles para atender sus necesidades financieras, en condiciones suficientemente aceptables, aunque la mayoría de ellas no sean utilizadas de forma muy intensa, porque, a fin de cuentas, la PYME necesita una gran flexibilidad, también en la captación de los fondos que requiere.

CUADRO 1. INDICADORES DE ACCESO A LA FINANCIACIÓN POR LAS PYMES ESPAÑOLAS
(% número de empresas)

	NECESIDAD DE FINANCIACIÓN		GRADO DE ÉXITO					
	2010	2007	2010			2007		
			TOTAL	PARCIAL**	FALLIDO	TOTAL	PARCIAL**	FALLIDO
PRESTAMOS FINANCIEROS	38,0	36,3	50,6	24,2	25,2	80,3	10,0	9,8
CAPITAL	5,9	4,4	32,6	15,7	51,7	70,2	11,2	18,6
OTRAS FUENTES*	32,8	30,6	62,7	20,1	17,2	81,2	12,9	5,9

Fuente: INE.

Nota: las opciones no son excluyentes.

* Descubiertos en cuenta, líneas de crédito, leasing y créditos de proveedores.

** No se obtiene toda la financiación solicitada o no se hace en las condiciones deseadas.

CUADRO 2. MOTIVOS QUE IMPIDIERON O DIFICULTARON LA CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS FINANCIEROS A LAS PYMES ESPAÑOLAS
(% número de empresas)

	2010	2007
DE LOS BANCOS Y OTRAS FUENTES FINANCIERAS		
Garantías o avales insuficientes	38,6	31,2
Baja solvencia financiera	36,9	39,5
Demasiada deuda viva	35,5	32,6
Falta de capital propio	12,2	23,3
Proyectos arriesgados o de éxito dudoso	8,8	6,0
Otras razones	12,9	15,2
No se alegó ninguna razón	35,5	32,6
DE LAS PROPIAS EMPRESAS		
Altos tipos de interés	33,7	36,8
Otras condiciones no aceptables	26,3	26,6
Otras razones	7,7	7,4

Fuente: INE.

Nota: las opciones no son excluyentes.

**CUADRO 3. PROCEDENCIA DE LOS PRÉSTAMOS FINANCIEROS A LAS PYMES ESPAÑOLAS
(% número de empresas)**

	2010	2007
Entidades de crédito	96,8	96,0
Propietarios y directivos de la empresa	21,6	13,6
Otras empresas	12,4	6,8
Otros empleados de la empresa	9,4	4,7
Familiares, amigos y otras personas ajenas a la empresa	9,1	5,1
Otras fuentes	6,4	5,6

Fuente: INE.

Nota: las opciones no son excluyentes.

4. CONCLUSIONES

La principal conclusión de este capítulo es que el entorno financiero de la PYME ha empeorado de forma significativa con la crisis actual, como también ha ocurrido con otros tipos de agentes económicos. Pero, siendo esto cierto, también es verdad que las debilidades que a este respecto muestra este tipo de empresa son estructurales en el sentido de que se observan también en coyunturas económicas o financieras más favorables.

Sin embargo, la crisis actual, que no sólo es financiera, sino también económica, está reclamando la necesidad de incentivar el crecimiento económico y el empleo por todas las vías posibles. Entre ellas la PYME y su acceso a la financiación han cobrado un especial protagonismo, que ya existía antes de la crisis, pero que, al igual que otras propuestas de solución para la misma, se ha globalizado y recibe una atención cada vez más universal.

Sobre esta base, teniendo en cuenta la elevada relevancia de la PYME en el conjunto de las economías, las autoridades públicas deberían desarrollar al máximo las alternativas de financiación con que cuenta este tipo de empresa. No se trataría tanto de sustituir la que a todas luces es su principal fuente, la financiación bancaria, sino de ampliar sus posibilidades, especialmente en circunstancias difíciles, como las actuales.

Tal y como sugieren diferentes organizaciones internacionales, este esfuerzo debería apoyarse en buena medida en el aprovechamiento de las mejores prácticas que se han observado en otros

países en este terreno. En el caso de España, y del resto de los países de la UE, sería recomendable un esfuerzo efectivo coordinado a un nivel europeo con objeto de aprovechar al máximo las posibles economías de escala.

En todo caso, siempre queda algún papel para la acción nacional, precisamente si se pretenden aprovechar soluciones contrastadas en otros países sí, en el caso español, las iniciativas europeas no avanzan con suficiente rapidez. El elevado nivel de paro que se registra en España, como consecuencia directa de la crisis, aconseja disponer de todas las palancas posibles para estimular el crecimiento económico, incluso aunque el efecto esperado de las mismas no sea siempre especialmente significativo.

Un ejemplo de lo que acabamos de decir son los denominados *business angels*, que se refiere a las personas físicas que financian parcialmente empresas emprendedoras, e incluso la ayudan con su experiencia empresarial o profesional, si es el caso. Esta figura no está expresamente reconocida como tal en España, aunque desde 2010 el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio viene convocando ayudas para el impulso de las redes de *business angels*²³.

²³ Orden ITC/860/2010, de 29 de marzo, por la que se establecen las bases reguladoras, el régimen de ayudas y la gestión de medidas del programa de impulso a las redes de «Business Angels». Una situación muy similar se da con la figura del emprendedor, con la cual están estrechamente relacionados, donde en este caso las ayudas se destinan a la promoción de centros de apoyo a los emprendedores.



Recientemente esta figura ha sido objeto en España de ayuda mediante estímulos fiscales²⁴, aunque no se emplea expresamente dicha denominación. En todo caso, no se trata de ayudas directas porque dichos estímulos afectarían a las posibles plusvalías que puedan obtenerse a partir de los 3 años de permanencia en el capital, con un máximo de 10.

En nuestra opinión, diversificar fuentes de financiación se constituye, por tanto, en un objetivo de política económica central. Una de esas reformas estructurales que puede contribuir no solo a viabilizar las empresas ya existentes, sino a fomentar la muy necesaria concreción del espíritu emprendedor, base de la canalización de energía innovadoras y, en definitiva, de la modernización económica.

BIBLIOGRAFÍA

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (AFI) (2007). *La importancia del leasing en la economía española*. Ediciones Empresa Global. Madrid. Libro dirigido por J. A. Herce y F. J. Valero.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2011). *El Sector de Cajas: Anatomía de su transformación*.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2011). «Financing obstacles faced by euro area small and medium-sized enterprises during the financial crisis». *Financial Stability Review*, junio, pp. 134-140.
- BERGER, A. N. y UDELL, G. F. (2005). «A More Complete Conceptual Framework for Financing of Small and Medium Enterprises». *World Bank Policy Research Working Paper 3795*, diciembre.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2011): «La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros». *Informe Anual sobre los mercados de valores y su actuación 2010*, pp. 47-73.
- EUROSTAT (2009). *European Business. Facts and figures*. Luxemburgo.
- FINANCIAL INCLUSION EXPERTS GROUP. SME FINANCE SUB-GROUP (2010): *Scaling-Up SME Access to Financial Services in the Developing World*. International Finance Corporation. Octubre.
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC) (2009): *The SME Banking Knowledge Guide*.
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (2010): «Assessing and Mapping the Gap in Micro, Very Small, Small, and Medium Enterprise (MSME) Finance». Agosto.
- LÓPEZ-GARCÍA, P. Y PUENTE, S. (2006a): «Business Demography in Spain: Determinants of Firm Survival». *Documentos de trabajo. Banco de España* nº 0608.
- LÓPEZ-GARCÍA, P. Y PUENTE, S. (2006b): «Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España». *Boletín Económico. Banco España*, abril 2006, pp. 77-83.
- MARICHAL, C. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*. Debate, Madrid.
- MARTÍN, E. Y VALERO, F. J. (2011). «Basilea III: nuevo marco para la solvencia de las entidades de crédito», *Economistas*, nº 126, pp. 157-163
- ONTIVEROS, E.; VALERO, F. J. (2004): «La transformación de los mercados de valores». *Papeles de Economía Española*, nº 100, pp. 246-265.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (OCDE) (2006a). *The SME Financing Gap. Volume I. Theory and Evidence*.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (2006b). «The SME Financing Gap. Theory and Evi-

²⁴ Art. 14 y Disposición adicional 33ª del Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.



dence». *Financial Market Trends*, nº 91, octubre, pp. 87-95.

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (2007). *The SME Financing Gap. Volume II. Proceedings of the Brasilia Conference, 27-30 March 2006*.

ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (2009). «The Impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and Policy Responses. Contribution to the OECD Strategic Response to the Financial and Economic Crisis».

REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2011): *Esta vez es distinto. Ocho siglos de necesidad financiera*. Fondo de Cultura Económica, Madrid-México.

SÁNCHEZ DE LA PEÑA, R. (2008). «Análisis del segmento de empresas en expansión creado en el entorno del mercado alternativo bursátil operado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles». *Boletín de la CNMV*. Trimestre II, pp. 51-69.

ABREVIATURAS UTILIZADAS

SIGLAS SIGNIFICADO

Afi ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES

BCE BANCO CENTRAL EUROPEO
CE COMISIÓN EUROPEA
CNMV COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
EFSF FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA
EFSM MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA
ESM MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD
G-20 GRUPO DE LOS VEINTE
IFC CORPORACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL
INE INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA
MAB EE MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN
OCDE ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO
PYME PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA
UE UNIÓN EUROPEA
UEM UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA.

