

Scientific  
Journal of  
**Applied  
Social and  
Clinical  
Science**

**EL DESPERTAR DE  
LA FINANCIACIÓN  
ALTERNATIVA EN  
ESPAÑA, REALIDAD  
O PAREIDOLIA  
FINANCIERA**

---

*Sonia Torres*

Universidad de Alicante/Departamento de  
Análisis Económico Aplicado

Alicante- España

<https://orcid.org/0000-0002-9396-5770>

All content in this magazine is licensed under a Creative Commons Attribution License. Attribution-Non-Commercial-Non-Derivatives 4.0 International (CC BY-NC-ND 4.0).



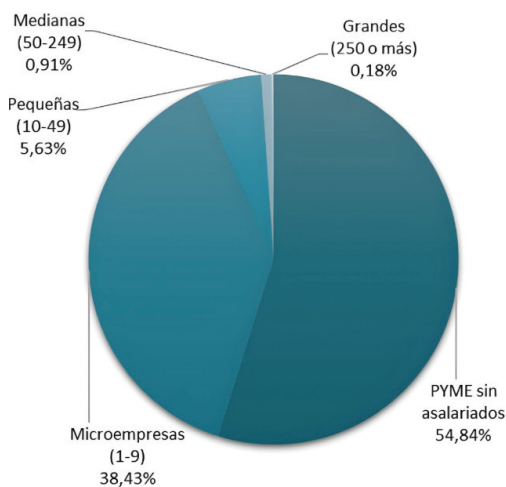
**Resumen:** La pasada crisis económica internacional de 2008 supuso el punto de inflexión en la financiación bancaria de las sociedades no financieras impulsando el uso de fuentes alternativas de financiación<sup>1</sup> tanto a nivel nacional como europeo. El fuerte proceso de desapalancamiento sufrido por el sistema financiero y, más concretamente, por la desaparición de las cajas de ahorros, conllevó una reducción en la financiación bancaria donde las empresas tuvieron que realizar un sobreesfuerzo posiblemente de forma forzosa, para equilibrar su estructura financiera hacia ratios de deuda sobre activos entorno al 50%<sup>2</sup>. Esta situación económica propició el resurgimiento de las llamadas fuentes de financiación alternativas que, hasta la fecha, transcurridos 15 años, aún no han demostrado su efectividad<sup>3</sup>. El presente trabajo pretende demostrar como las PyMEs han continuado siendo la columna vertebral<sup>4</sup> de la economía de las principales potencias desarrolladas pese a carecer de fuentes de financiación adecuadas en detrimento de la competitividad medida en términos de productividad, rentabilidad y empleo afectando directamente al crecimiento económico de la nación.

**Palabras Clave:** PyMEs, fuentes de financiación alternativa, sistema financiero, crisis financiera, crowdfunding

*Área Temática:* Economía Aplicada

## INTRODUCCIÓN

Las empresas que componen la economía nacional de los países desarrollados son principalmente pequeñas y medianas empresas. En España, según el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (2023) a marzo de 2023 el número total de empresas ascendía a 2.929.200, de las cuales 2.923.824 (99,81%) cumplían los criterios<sup>5</sup> de PyME (entre 0 y 249 asalariados). Las grandes con 250 o más asalariados sumaban 5.376 representando el 0,18% del total.



**Figura 1:** Distribución de Empresas por Tamaño (MINISTERIO DE INDUSTRIA, ENERGIA Y TURISMO, 2023)

La estructura de las PyMEs es común para la mayor parte de los países europeos<sup>6</sup> y también es dominante en otros países. Si la PyME tiene la ventaja competitiva de su pequeño tamaño que le dota de especial adaptabilidad a los cambios económicos, sufre con mayor intensidad, tres impactos negativos que la

1. <https://elpais.com/economia/negocios/2022-09-25/el-despertar-de-la-financiacion-alternativa-en-espana.html> (Noceda, 2022)

2. Salas Fumás (2015, pág. 55) y Cuentas financieras de la economía española (Banco de España)

3. Quintanero et al (2020, pág. 61) y Barahona & Barreira (2022)

4. ONU (2022b)

5. Número empleados e importes financieros, y además ejerza actividad económica.

6. En 2018 había casi 25 millones de empresas en los 28 Estados miembros de la EU, de las cuales la gran mayoría (el 99,8 %) se clasificaba como PyMEs (pequeñas y medianas empresas) y el 92,9 % tenía menos de 10 empleados. Las PyMEs, que operan en casi todos los sectores económicos y en entornos locales y nacionales muy diversos, pueden ser tanto de empresas emergentes innovadoras como de empresas tradicionales (TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO, 2022, pág. 7)

hacen más vulnerable que la gran empresa frente a perturbaciones económicas: tienen más dificultades para la internacionalización condición sine qua non para competir en un mercado cada vez más globalizado, son menos productivas especialmente en el caso del sector servicios muy presente en el tejido productivo nacional<sup>7</sup> y no disponen por lo general, de acceso a la financiación no bancaria (PwC, 2015, pág. 36).

Pese a lo anterior, la PyME se encuentra con una legislación que lejos de incentivar su crecimiento la encorseta bajo la forma social de pequeña empresa: “Superar los 50 empleados o un determinado nivel de facturación se traduce en una mayor burocracia, costes de gestión más caros y cambios importantes en la tesorería de la empresa<sup>8</sup>. Todos ellos, efectos que actúan como freno sobre el crecimiento” (CALVO, 2015).

El estadio inicial de un proyecto se puede desarrollar con fondos propios del empresario y/o aportación familiar<sup>9</sup>, como resulta en un gran número de casos, pero llega un momento temporal donde la PyME requiere financiación para prosperar. El crédito resulta indispensable para que las compañías puedan adaptarse a los retos tecnológicos, incrementen su productividad, afronten el

desarrollo de nuevos productos y puedan acceder a los mercados internacionales al tiempo que generan crecimiento y empleo (Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, 2019, pág. 47). Es, en esta etapa, donde encontramos una de las barreras más importantes que limita la actividad, la competitividad y el crecimiento empresarial, palancas que repercuten directamente en el empleo y progreso económico<sup>10</sup>.

## **EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE SNF DE FINALES DE LOS AÑOS 90 A LA ACTUALIDAD**

En los años de la “falsa bonanza” (SEBASTIAN, 2015) previos a la gran recesión, el endeudamiento de las sociedades no financieras en créditos bancarios se incrementó en porcentajes del 15%, en media anual, entre 1995 y 2007 (BANCO DE ESPAÑA, 2013, pág. 48). Durante los años de crisis tras la gran recesión el peso de la financiación bancaria perdió, posiblemente de forma forzosa, mucha de su importancia en el total de los pasivos de las empresas<sup>11</sup> reapareciendo el uso de las globalmente llamadas fuentes de financiación alternativas.

En la figura 2 mostramos la evolución de la

7. Si observamos la distribución sectorial (no financiero), los cinco sectores más importantes de la PYME en la UE28 fueron hostelería, servicios empresariales, construcción, industria manufacturera y comercio. (...) En España, si bien los cinco sectores más importantes son los mismos, los porcentajes reflejan un menor peso de la industria respecto a la media UE28, así como un mayor peso del comercio y de la hostelería (Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, 2019, pág. 14).

8. - La obligación de tener un comité de empresa, regulado en los artículos 63 y siguientes del Estatuto de los trabajadores.  
- La imposibilidad de presentar cuentas abreviadas: Regulado en el Plan General Contable, Tercera parte, 4ª. Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. El número de empleados de la empresa es uno de los 3 criterios para ver si se pueden formular cuentas anuales abreviadas, se trata de cumplir 2 de los 3 criterios.  
- Declaraciones de IVA mensuales, en vez de trimestrales: Regulado en el artículo 121 de la Ley 37/1992 del 28 de diciembre del Impuesto sobre el Valor Añadido. Tienen la obligación de presentar declaración de IVA mensual aquellas empresas que en el año anterior hayan superado 6.010.121,04 euros de facturación. Estas empresas también tienen presentar el SII (Suministro Inmediato de Información).

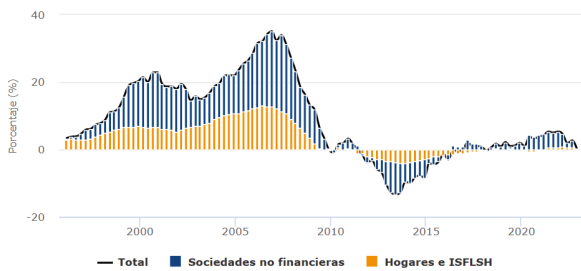
- Auditorías: Regulado en la Ley de Auditoría 22/2015. El número de empleados es uno de los 3 criterios que computan para saber si es obligatoria la auditoría de cuentas, pero se trata de cumplir 2 de los 3 criterios. Vemos una normativa parecida a la de formulación de cuentas anuales abreviadas, pero con diferencias en las magnitudes, etc.

9. Existen estimaciones que sitúan la autofinanciación en porcentajes cercanos al 40 por ciento del emprendimiento total de la PYME (BARAHONA & BARREIRA, 2022, pág. 117)

10. MSMEs account for 90% of businesses, 60 to 70% of employment and 50% of GDP worldwide (ONU, 2022a).

11. 6,3 puntos porcentuales en el total de los pasivos de las empresas (LÓPEZ PASCUAL, 2014, pág. 117)

financiación de las SNF y de hogares e ISFLSH desde la entrada de España en la UEM hasta diciembre de 2022.



**Figura 2:** Financiación Consolidada de las SNF y los Hogares e ISFLSH (Porcentaje del PIBpm)

Fuente: Banco de España (Cuentas Financieras de la Economía Española, 1996-2022)

Poniéndonos en contexto, ¿qué factores motivaron el reciente apogeo de las fuentes de financiación alternativas? Como hemos anticipado, tras la crisis económica internacional de 2008 y del credit crunch bancario, se produjo un intenso proceso de desapalancamiento al que se vio sometido el sistema financiero y como consecuencia de este, las sociedades no financieras. España es un país hiperbancarizado en el que el mayor porcentaje de recursos de las empresas proviene de la financiación bancaria tradicional, tales como préstamos o líneas de crédito (PwC, 2015, pág. 29). A consecuencia de la restricción crediticia, las SNF acometieron un intenso proceso de desintermediación financiera para reducir, de manera imperiosa, los elevados niveles de deuda bancaria acumulados en los

años de crecimiento económicos previos a la gran recesión. Lo anterior dio como resultado importantes cambios en la estructura financiera de las sociedades no financieras, con una ganancia del peso de los recursos propios frente a la deuda y, dentro de esta, de los valores de renta fija frente a los préstamos bancarios (GARCIA-VAQUERO & ROIBÁS, 2018, pág. 1).

De manera centralizada se fomentaron fórmulas de financiación alternativas<sup>12</sup> que evitaran la excesiva dependencia del empresario nacional al crédito/préstamo bancario<sup>13</sup> y, de esa forma, facilitar a las PyMEs los medios financieros que les permitieran afrontar la futura e imprevisible restricción crediticia, intentando evitar su posterior traslado al empleo, a la productividad y, finalmente, al PIB.

En esencia, la entrada de España en la UEM dio como resultado caídas en los tipos de interés nominales y reales de corto y largo plazo, sin riesgo de cambio y con un exceso de crédito en los mercados, se produjo una elevada afluencia de capitales a nuestro país sin que supervisores ni reguladores pusieran límites al crecimiento. Tal como refleja la figura 3, las SNF<sup>14</sup> y las familias adelantaron una parte importante de inversión y bienes de consumo duradero futuro al presente, sin tomar conciencia que estaban siendo estimulados por medidas de política monetaria de los bancos centrales con sus continuas rebajas de tipos de interés y por políticas fiscales expansivas<sup>15</sup> de los

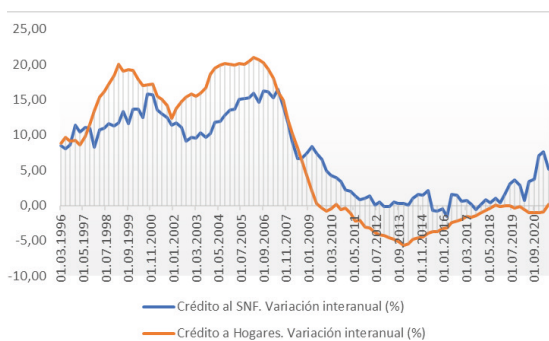
12. Con la finalidad de reducir el riesgo sistémico y asegurarse la estabilidad financiera.

13. (...) continuar ahondando en una estructura general de financiación de las empresas más diversificada y menos dependiente del canal bancario, más aún desde la crisis financiera y bancaria de principios de la pasada década (GARCÍA COTO & GARRIDO DOMINGO, 2023, pág. 146).

14. Durante los años de expansión económica, con el objetivo de dar mayor estabilidad al pasivo, las PyMEs optaron por aumentar el peso del crédito financiero a largo plazo en su capital en detrimento de la financiación a corto plazo, tanto explícita (crédito a corto plazo con las entidades) como implícita (principalmente el crédito comercial). Mientras, en ese mismo periodo, las grandes empresas, que también se beneficiaron del elevado crédito bancario, recurrieron directamente a los mercados de capitales, reduciendo de ese modo su dependencia de las entidades financieras. Las empresas de mayor tamaño aumentaron su poder de negociación frente a la banca, mientras que las empresas pequeñas, altamente dependientes de la financiación bancaria, debilitaron su posición a la hora de negociar con las entidades financieras (ORDIALES, 2013)

15. Factores fiscales, tales como, desgravación de vivienda en el caso de los hogares hasta 1 de enero de 2013 o la ley del suelo en

reguladores nacionales y obviaron los riesgos que acarrea su inversión (TORRES, 2022, pág. 374).



**Figura 3:** Crédito al SNF y Hogares. Variación Interanual (%)

Fuente: elaboración Propia a partir de datos del BIS<sup>16</sup>

Podemos intuir el reto que supuso para la PyME la reestructuración bancaria de 2008 a 2018<sup>17</sup> donde tuvo que enfrentarse a una fuerte contracción crediticia no sólo en términos de liquidez en valores absolutos, sino aquella derivada de la fuerte reducción de sus entidades financieras. Las fusiones bancarias implicaron una merma del crédito al menos por tres vías, la principal motivada por la recesión y consiguiente retracción de liquidez, pero existieron dos colaterales de idéntica relevancia a la anterior, la derivada de la duplicidad de créditos en entidades que se

el caso de las empresas.

16. <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>

17. Se redujo de 62 entidades en 2008 a tan sólo 11 en 2018 (CANO, 2020)

18. Una PyME que mantenía dos entidades financieras proveyéndole de circulante tales como pólizas de crédito, líneas de descuento, comercio exterior, etc. de forma independiente en cada una, la fusión bancaria implicó duplicidades de riesgos. Esta fusión implicó un proceso de cancelaciones y unificación de operaciones, pero no necesariamente de adición de importes.

19. En el Informe Anual (2012, pág. 137) se analiza la sustituibilidad del crédito entre entidades donde se reconoce que la reestructuración del sistema financiero español tuvo consecuencias negativas para las PyMEs y familias, no produciéndose el reemplazo de entidades en un elevado porcentaje de ocasiones. Ayuso (2013, págs. 87-88) reconoce la dificultad de las PyMEs para sustituir sus proveedores financieros habituales y Malo de Molina (Malo de Molina, 2021, pág. 268) despeja cualquier duda sobre la constricción del crédito en España y la durabilidad de esta situación en el tiempo: “la recuperación no podía estar basada en un nuevo impulso crediticio y que la reducción de los altos niveles de endeudamiento exigía un largo periodo con tasas negativas en la evolución agregada del crédito”

20. Artículo 173 — (antiguo artículo 157 TCE) La Unión y los Estados miembros asegurarán la existencia de las condiciones necesarias para la competitividad de la industria de la Unión.

21. Dicha financiación no ha sido suficiente para poder compensar la amortización anual de la deuda, sino que, se ha producido el efecto contrario, año tras año la amortización de la deuda viva absorbía el flujo de la nueva financiación bruta.



Financiación a SNF	
Millones de €	
año 2008	1.408.802
año 2009	1.402.788
año 2010	1.377.290
año 2011	1.356.713
año 2012	1.210.623
año 2013	1.142.484
año 2014	948.657
año 2015	849.599
año 2016	543.620
año 2017	535.598
año 2018	510.391
año 2019	489.398

**Tabla 1:** Riesgo Dinerario Dispuesto Personas Jurídicas de 2008 a 2019

Fuente: Torres (2022, pág. 338)<sup>22</sup>

Según el Parlamento Europeo (2023, pág. 1) las microempresas y las PyMEs constituyen el 99% de las empresas de la Unión. Crean dos de cada tres empleos del sector privado y contribuyen a más de la mitad del valor añadido total generado por las empresas en la Unión. Se han puesto en marcha diversos programas de acción al objeto de incrementar la competitividad de las pymes gracias a la investigación y la innovación y mejorar su acceso a la financiación (el subrayado es nuestro).

Si aspiramos a estudiar la competitividad de las pequeñas y medianas empresas, deberíamos abordar la competitividad como un concepto multidimensional que en el caso de las PyMEs depende del entorno macroeconómico, de la actividad empresarial, del sector económico,

del grado de innovación, del acceso a la financiación y de la propia gerencia de la empresa, entre otros. Sin embargo, dentro de estos factores presenta especial relevancia la estructura y coste de la financiación. Cuando se asumen imperfecciones en los mercados<sup>23</sup>, las restricciones crediticias limitan en gran número de ocasiones la realización de proyectos de inversión rentables condicionando su rentabilidad económica, la posibilidad de crecimiento y la creación de empleo (MELLE HERNÁNDEZ, 2001, pág. 140). En este sentido, la literatura financiera<sup>24</sup> evidencia que las pequeñas y medianas empresas padecen mayores restricciones financieras, sufren más dificultades para acceder a la financiación externa, contrarrestando sus limitaciones mediante el uso en un mayor grado de la financiación interna y de los recursos generados. Podemos inferir por tanto que, si las PyMEs han continuado protagonizando el tejido productivo nacional y europeo<sup>25</sup> pese a la falta de financiación crediticia observada en la tabla 1, han tenido que verse afectados otros factores económicos tales como la competitividad<sup>26</sup>, la productividad<sup>27</sup>, el empleo, la innovación y/o la internacionalización. Si ahondamos en algunos de ellos y en su traslado al PIB, observamos que:

Según el Tribunal de Cuentas Europeo (2022, pág. 10) las PyMEs están perdiendo competitividad con respecto a las grandes empresas, siendo el principal indicador para

22. No incorporamos en la tabla 1 el año 2020 y posteriores para evitar el efecto de la covid-19 pues ha debido suponer otro cambio estructural en la serie.

23. En contraste al teorema de la separabilidad de Modigliani y Miller (MODIGLIANI & MILLER, 1958)

24. Berger & Udell (1995), López-Gracia & Aybar-Arias (2000), Hamilton & Fox (1998), etc.

25. Resaltar la contribución de las pymes a la economía europea en los últimos diez años a pesar de la crisis económica del año 2007. Durante el período 2008-2017, el valor añadido bruto generado por las pymes de la UE28 aumentó acumulativamente un 14,3% y el empleo en un 2,5%. No obstante, la evolución de la UE no se refleja de manera uniforme en los Estados miembros (MINISTERIO DE INDUSTRIA, COMERCIO Y TURISMO, 2019, pág. 14)

26. La Comisión describe la competitividad de una empresa como la capacidad de obtener una ventaja en el mercado reduciendo sus costes, aumentando la productividad, mejorando, diferenciando e innovando con respecto a la calidad de los productos y servicios, y mejorando la comercialización y la imagen de marca (TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO, 2022, pág. 10).

27. La productividad es un concepto que mide la eficiencia en el uso de los factores productivos (trabajo, capital y recursos naturales) que suele aumentar por un incremento del valor absoluto obtenido en el proceso productivo o, por un uso más óptimo de los insumos utilizados gracias a las mejoras en tecnología (GARCÍA y otros, 2012, pág. 174)

evaluarla la productividad de la empresa.

Respecto al empleo, España cerró 2021<sup>28</sup> con 3,030 millones de personas paradas, 13% tasa de paro, mayor índice de desempleo junto con Grecia (12,7%) de la zona euro que ascendía al 7%, siendo del 6,4% para el conjunto de la UE según los últimos datos publicados por Eurostat. La tasa de paro juvenil en España fue del 30,6% la más alta de los veintisiete, frente al 14,9% de la zona euro y del conjunto de la UE (BARTOLOMÉ, 2022). La tasa de paro nacional desde 2021 a la actualidad, muestra cifras similares, 12,87% a finales de 2022 y 13,26% en el primer trimestre de 2023 (INE, 2023).

Si aislamos el efecto de la covid-19, España cerró 2019 con 3.191.900 personas desempleadas, una tasa de paro del 13,78% y una tasa de paro juvenil de 30,5%<sup>29</sup> (GARCÍA Y. , 2020), tasa de desempleo muy superior a la media del 6,2% de la Unión Europea (UE) y del 7,4% que registraba la eurozona en diciembre de 2019 según los datos publicados por Eurostat, la agencia europea de estadísticas, el 30 de enero 2020<sup>30</sup>.

Complementando lo anterior, trabajos como el de Contreras (2019, pág. 11) arrojaron que el empleo por cuenta propia no actuó como un amortiguador en la crisis económica

internacional de 2008, alejándonos de la visión clásica, al menos en los países en desarrollo, donde el autoempleo solía ser un refugio para los trabajadores que fueron despedidos de puestos remunerados<sup>31</sup>.

Las cifras anteriores revelan la incapacidad del país en recuperar el empleo existente antes de la Gran Recesión<sup>32</sup>.

Considerando el Producto Interior Bruto como la variable con mayor consenso académico para medir el progreso económico de una nación<sup>33</sup>, el director del Servicio de Estudios del Banco de España (MALO DE MOLINA, 2021, pág. 135) reveló que España tardó 10 años para poder recuperar el PIB del periodo precrisis, es decir 2018.

La figura 4 refleja la evolución del PIB desde el primer trimestre del año 2000 hasta el cuarto trimestre del año 2019<sup>34</sup>:

28. Podríamos pensar que la elevada tasa de desempleo se deba al efecto asimétrico de la Covid-19 frente al resto de países, sin embargo les mostramos el dato comparándolo con la media europea, donde somos el país con la peor tasa de paro y, lo que es peor, el más alto desempleo juvenil en 2021. El tiempo transcurrido desde la pasada crisis global nos debería haber permitido posicionarnos para hacer frente, igual que el resto de los países, a shocks macroeconómicos de "incertidumbre radical" (KING , 2016). (el subrayado es nuestro)

29. Gabinete de prensa de La Moncloa: El desempleo se redujo en 112.400 personas en los últimos doce meses, situándose en 3.191.900 (-3,4%). Con este descenso la tasa de paro se situó en el 13,8%, la más baja en los últimos 11 años. <https://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/asuntos-economicos/Paginas/2020/280120-epa.aspx>

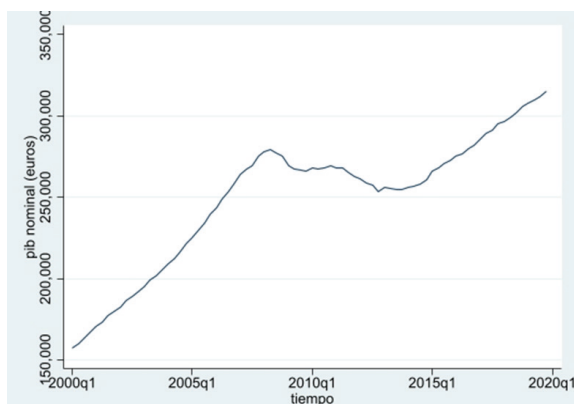
30. El paro de la eurozona cerró 2019 en el 7,4%, su nivel más bajo desde 2008. <https://www.expansion.com/economia/2020/01/30/5e32ab96e5fdea73688b45db.html>

31. El autor hace recomendaciones sobre los programas de apoyo a autónomos y microempresas los cuales deberían modificarse en periodos de crisis financieras.

32. Tasa de paro del cuarto trimestre de 2007 donde el número de desempleados ascendió a 1.927.600 personas una tasa del 8,60% (INE, 2007)

33. El premio Nobel de Economía Simón Kuznets ha sido uno de los economistas más destacados por sus estudios relacionados con el Producto Interior Bruto.

34. Aislando el efecto de la covid-19, al considerar que cada crisis, la financiera 2008 y la sanitaria de 2020, deberían estudiarse de forma aislada, pues como más adelante expondremos las medidas de salvamento para las PyMEs en la gran recesión y en la crisis sanitaria fueron diferentes.



**Figura 4:** Evolución del PIB Nominal desde el año 2000 al cuarto trimestre del año 2019

Fuente: Torres (2022, pág. 61)

El test de Chow evidencia la existencia de dos cambios estructurales<sup>35</sup> en el producto interior bruto, en concreto, el segundo trimestre del 2009 y primer trimestre de 2013, permitiendo dividir el periodo total analizado en tres fases o ciclos: crecimiento, crisis y recuperación económica.

El estudio de correlaciones llevado a cabo entre 2000 y 2019<sup>36</sup> (TORRES, 2022, pág. 68) tabla 2, muestra la relación entre el PIB y el crédito a sociedades no financieras. La relación resulta estadísticamente significativa en los tres periodos; en el crecimiento, la relación entre el Producto Interior Bruto y crédito a SNF es positiva y casi perfecta, en la crisis, es negativa y considerable, resultando en la recuperación económica, positiva y muy fuerte.

La correlación entre desarrollo económico y crédito de SNF en la recuperación económica, primer trimestre de 2013 al cuarto trimestre de 2019 resulta positiva y estadísticamente significativa, lo que en términos económicos implicaría que la asociación no es causada por el azar y, la lógica nos induce a pensar que, a mayor financiación de SNF mayor debería haber sido el crecimiento económico de la

nación.

Sin embargo, como hemos anticipado en la tabla 1, la recuperación económica, no estuvo acompañada con un crecimiento en la financiación bancaria de pequeñas y medianas empresas que presumimos pudo afectar al desarrollo económico acaecido de 2013 a 2019 al no financiar proyectos rentables generadores de empleo y valor añadido.

PIB NOMINAL	CRECIMIENTO 2000q1-2009q1	CRISIS 2009q2-2012q4	RECUPERACIÓN 2013q1-2019q4
Crédito SNF(*)	(+0,9929)	(-0,5429)	(+0,8604)
<b>p-valor</b>	<b>0,0000**</b>	<b>0,0365**</b>	<b>0,0000**</b>

\*\* significancia como mínimo al 5%

PIB REAL	CRECIMIENTO 2000q1-2009q1	CRISIS 2009q2-2012q4	RECUPERACIÓN 2013q1-2019q4
Crédito SNF(*)	(+0,9836)	(-0,7071)	(+0,8571)
<b>p-valor</b>	<b>0,0000**</b>	<b>0,0032**</b>	<b>0,0000**</b>

\*\* significancia como mínimo al 5%

**Tabla 2:** Relación entre el PIB Nominal y Real y Crédito a SNF

Fuente: Torres (2022, pág. 434)

En el marco anterior ¿qué deberían hacer pequeñas y medianas empresas para proseguir con su actividad empresarial teniendo en cuenta las limitaciones sufridas en su fuente de financiación tradicional? Pareciera ser que están obligadas a acudir a otras fuentes de financiación que les permita mejorar su eficiencia, crecimiento y expansión. Veamos qué otras alternativas de financiación están a disposición de las PyMEs.

## FINANCIACIÓN ALTERNATIVA, ¿SUSTITUTIVO O COMPLEMENTARIO DE LA FINANCIACIÓN TRADICIONAL?

Dentro del término global de instrumentos de financiación alternativa podemos encontrar diversas fuentes de financiación no bancarias entre las que destaca:

35. Existe un cambio estructural en una serie de tiempo cuando hay un cambio inesperado en dicha serie. Dicho cambio puede afectar a la predictibilidad y fiabilidad del modelo, de ahí la importancia de determinar su existencia y obrar en consecuencia.

36. Evitando de este modo el efecto de la covid-19



## EL MERCADO DE CAPITALES

El mercado de capitales es un mercado financiero donde empresas tendrían la capacidad de acceder a algún mecanismo de financiación de tipo colectivo, tales como, acciones o títulos de renta fija, cotizados tanto en mercados regulados como alternativos. De esta forma, al BME Growth nueva denominación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) podrían incorporarse empresas que cumplieran los requisitos de la Figura 5.

	BOLSA	TIPO DE EMPRESA	REQUISITOS
<b>BME Growth</b>	España	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Pymes hasta €500M de capitalización</li> <li>· Empresas en expansión y SOCIMI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Mínimo de € 2.0M de capital flotante</li> <li>· 2 años de estados financieros auditados</li> <li>· Asesor registrado durante y después de la incorporación al mercado</li> <li>· Proveedor de liquidez</li> </ul>

**Figura 5:** Requisitos de las PyMEs para acceder al BME Growth

Fuente: Colmenar y otros (2020, pág. 39)

A diciembre 2022 este mercado daba acceso a 135 sociedades que, juntamente con las 130 empresas, sin contar con las SIVAC ni empresas de Latibex, que cotizaban en el mercado principal de la Bolsa, suponían un porcentaje inferior al 0,001 por ciento del total de empresas (GARCÍA COTO & GARRIDO DOMINGO, 2023, pág. 149), entre otros motivos por los elevados costes de incorporación al mercado<sup>37</sup> y mantenimiento (Figura 6), así como por las recientes

decisiones fiscales<sup>38</sup> introducidas.

TABLA 4: COSTES APROX. DE COTIZACIÓN DE UNA EMPRESA DE 15 M€ DE VALORACIÓN

GASTOS DE INCORPORACIÓN	RANGO BAJO	RANGO ALTO
Mercado y Asesor Registrado	70.000	100.000
Informe valoración		20.000
Auditoría		20.000
Due Diligence Legal y Financiera		40.000
<b>Total gastos incorporación</b>	<b>70.000</b>	<b>180.000</b>
GASTOS DE MANTENIMIENTO (ANUALES)	RANGO BAJO	RANGO ALTO
Mercado	2.940	6.000
Asesor registrado		18.000
Proveedores de liquidez		18.000
Auditorías	15.000	20.000
<b>Total gastos anuales</b>	<b>17.940</b>	<b>62.000</b>

**Figura 6:** Costes aprox. de cotización de una empresa de 15 millones de euros de valoración

Fuente: Colmenar y otros (2020, pág. 50)

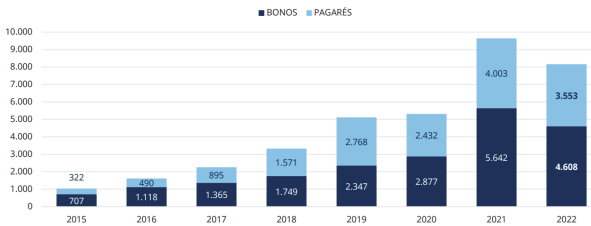
Complementado al BME Growth se creó el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) a iniciativa del Ministerio de Economía en octubre de 2013 como consecuencia de la crisis económica internacional de 2008 y de deuda soberana garantizando que las PyMEs sanas y solventes pudiesen tener acceso a estructuras y plazos más flexibles que la financiación bancaria tradicional. A este mercado acuden empresas con una facturación superior a 50 millones de euros, con un EBITDA por encima de 10 millones y una ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA inferior a 4 millones de euros. Las emisiones de deuda deben alcanzar un valor superior a 20 millones de euros ya sea a través de emisiones de bonos a medio o largo plazo o a través de programas de pagarés. Desde su creación, son 136<sup>39</sup> las empresas que han acudido al MARF para financiarse (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, 2023, pág. 37).

37. El tejido empresarial nacional en el que tienen un elevado protagonismo las pymes, que tienen mayores dificultades que las empresas grandes para la emisión de valores, como consecuencia tanto de los costes fijos que suelen implicar estas operaciones (que tienen un mayor peso en el coste total, por la menor cuantía de las emisiones) como de los problemas de información asimétrica (GARCIA-VAQUERO & ROIBÁS, 2018, pág.1)

38. "(...) decisiones como la introducción hace dos años [2021] de la Tasa a las Transacciones Financieras, el último cambio de régimen fiscal de las SOCIMI, el mantenimiento de trabas fiscales que limitan el desarrollo de vehículos de inversión en empresas cotizadas como son los ETF o las SPAC o la ausencia de incentivos para el desarrollo de fondos especializados en la inversión en pymes" (GARCÍA COTO & GARRIDO DOMINGO, 2023)

39. A diciembre de 2022 (Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, 2022) el número total de empresas en España ascendía a 2.936.363, de las cuales 2.931.108 (99,82%) cumplían los criterios de PyME, lo que refleja que las 136 empresas que acudieron al MARF como medio de financiación suponían un 0,004% del total. Podríamos pensar que no es un porcentaje suficientemente significativo que nos permita concluir el éxito de este mercado.

En cuanto al perfil inversor<sup>40</sup>, los mercados alternativos de renta fija están principalmente dirigidos a inversores institucionales que deseen diversificar sus carteras incluyendo valores de renta fija corporativa en empresas de tamaño mediano.

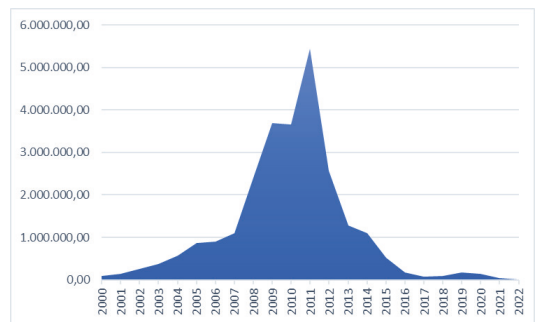


**Figura 7:** Saldo Vivo (2015-2022) datos en millones de euros al cierre de cada año

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (2023, pág. 42)

La Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), se considera otra fuente de financiación alternativa. El AIAF es un mercado organizado de deuda o renta fija donde se pueden negociar valores de renta fija privada y deuda del Estado emitida por el Tesoro Público (BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, 2023, pág. 3). La tendencia en el volumen de negociación de este mercado de 2000 a 2022<sup>41</sup> (figura 8) nos evidencia el fuerte proceso de desapalancamiento soportado por el sistema bancario en la pasada crisis económica-financiera de 2008 donde la menor titulización hipotecaria ha supuesto una disminución brusca en los volúmenes de negociación a partir de 2011. El importe negociado en el AIAF en 2022 se hundió a niveles por debajo del año 2000, importe de negociación igualmente muy alejado del año

2011 donde las cifras registradas alcanzaron los 5,4 billones de euros debido principalmente al tirón de los bonos de titulización y las cédulas. El descenso en la negociación del AIAF se ha visto afectado por la crisis y posterior recesión económica que impactó principalmente en la reducción del volumen negociado de cédulas, bonos de titulización, participaciones preferentes y, en menor grado, pagarés. Este mercado ha quedado reducido en la actualidad a la negociación de bonos corporativos y bonos, obligaciones y letras del Tesoro.



**Figura 8:** Importe de Negociación AIAF (millones de euros)

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de Estadísticas BME

Si debemos considerar al mercado de capitales como una alternativa apropiada de financiación para las PyMEs nacionales, se requeriría acudir a los datos del Directorio Central de Empresas (2022, pág. 9) donde el 97,6% de las sociedades españolas facturan menos de 2 millones de euros y, por tanto, no tendrían la posibilidad de acceder a este mercado que en el caso del BME Growth<sup>42</sup> y MARF están específicamente diseñados para

40. Los inversores pueden ser institucionales o particulares que sean capaces de invertir un montante mínimo de 100.000 euros. Sospechamos que el importe mínimo de inversión tampoco promueve demasiado este mercado.

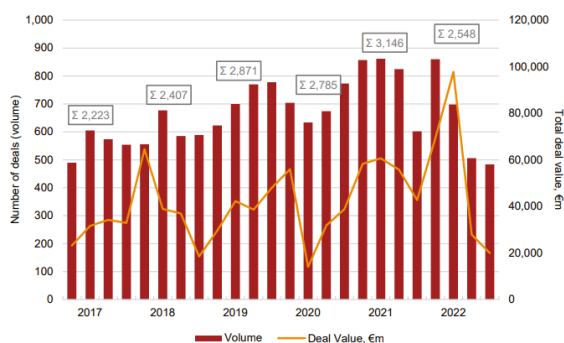
41. De 2007 hasta finales del año 2011, las cifras de negociación del Mercado AIAF coincidieron con el ciclo económico del país y de la economía global. Pasando de 1.108.234 millones de euros en el 2007 a 5.444.735,09 millones de euros en el 2011, siendo la cifra más alta alcanzada por el mercado en el periodo al que nos referimos.

42. “En nuestra opinión una revisión en profundidad de los costes y beneficios de la cotización en Bolsa nos podría permitir sentar las bases para facilitar desde el Gobierno de turno un crecimiento más rápido de nuestras empresas, si no es con medidas proactivas al menos evitando aquellas que limiten o puedan inhibir la decisión de cotizar en la Bolsa española” (GARCÍA COTO & GARRIDO DOMINGO, 2023, pág. 152)

ayudar a pequeñas y medianas empresas.

## EL CAPITAL PRIVADO (VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY)

El capital privado (Venture Capital & Private Equity), otra de las fuentes de financiación no bancarias, implementada por inversores o entidades especializadas que aportan recursos financieros de forma temporal (3-10 años) a cambio de una participación (mayoritaria o minoritaria) a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento<sup>43</sup> no ha demostrado aún ser un instrumento que pudiera contrarrestar los volúmenes que la banca financiaba a las pequeñas y medianas empresas. Tal como muestra la figura 9, a nivel europeo la tendencia en el número de transacciones y en su volumen<sup>44</sup> de 2019 a 2022 refleja las circunstancias económicas de los últimos 3 años, por lo que este tipo de financiación al igual que la bancaria no es ajena a las perturbaciones económicas y a su posterior traslado a las PyMEs.



**Figura 9:** European Private Equity Trends 2017-2022

Fuente: PwC (2023, pág. 11)

43. <http://www.ipyme.org/es-ES/InsFinan/Paginas/DetalleInstrumento.aspx?Nombre=Capital+Riesgo>

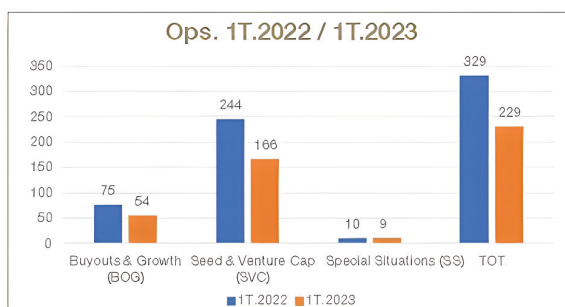
<https://spaincap.org/que-es-el-capital-riesgo/#:~:text=Una%20entidad%20de%20capital%20riesgo,estrategias%20de%20creaci3n%20de%20valor.>

44. European Private Equity saw a pronounced downtrend in the second half of 2022. Both deal volume and deal value remained well below pre-pandemic levels in this time period. PE volumen was down by 19% year-on-year to 2.548 transactions (PwC, 2023, pág. 11).

45. Las 54 operaciones de la fase Buyout & Growth (BOG) suponen un descenso del 28% con respecto a las producidas en 2022. Las 166 deals de Seed & Venture Capital (SVC) también se han visto reducidas, en un 32%, al compararlas con las desplegadas en 2022 mientras que las Special Situations (SS) se mantienen similares (Revista Española de Capital Riesgo, 2023).

46. En la categoría de Private Equity & Debt (PED) se recogen las 196 desplegadas en BuyOut & Growth (BOG), las 888 que tuvieron lugar en Seed & Venture Capital (SVC) y las 48 de Special Situations (SS).

En el caso nacional, según el Boletín de Actualidad del Mercado Español de Capital Riesgo del 1T.2023, el total de operaciones en Private Equity en el 1T.2023 han sufrido un descenso del 30%<sup>45</sup> en comparación con las del 1T.2022 (Revista Española de Capital Riesgo, 2023). En 2022 el Instituto de Capital Riesgo (INCARI) ha reflejado 1.132 transacciones<sup>46</sup> en el acumulado de 2022, que suponen una disminución del 5% en relación con las 1.196 de 2021 (INCARI, 2022).



**Figura 10:** Operaciones 1T.2022/ 1T.2023

Fuente: Revista Española de Capital Riesgo (2023)

Considerando ambas fuentes de financiación alternativas referidas, tanto el mercado de capitales y el capital privado como posible reemplazo de la financiación bancaria tradicional, en el caso concreto de España, la literatura financiera (ORDIALES, 2013, pág. 26), (MALDONADO & BENITO, 2013, pág. 125) evidencia que, la restricción del crédito bancario a las PyMEs además de afectar al nivel de competitividad puede obstaculizar el crecimiento, desarrollo e incluso la supervivencia de las pequeñas y

medianas empresas debido principalmente al escaso desarrollo de fuentes alternativas de financiación, como puede ser el recurso directo al mercado de capitales, así como, las redes de inversores privados.

## CRÉDITO COMERCIAL

El crédito comercial<sup>47</sup> o crédito interempresarial, es considerado una vía fundamental de financiación para las sociedades no financieras, particularmente vinculado a fases cíclicas recesivas donde las empresas y, en concreto, las PyMEs tienen mayor dificultad de acceso a fondos internos y externos (HERNÁNDEZ DE COS & HERNANDO, 1998, pág. 26).

Según el estudio de Brechling & Lipsey (1963, pág. 635) frente a políticas monetarias restrictivas, la concesión de crédito comercial vendría a compensar parte de la reducción en la oferta de crédito de los intermediarios financieros: “We have reached our first major conclusion of the empirical analysis: trade credit shows definite signs of reacting to monetary policy; both credit periods tend to rise in times of monetary squeeze and to fall in times of easy money”, de esta forma serían las empresas con mayor acceso al crédito bancario o a los mercados de capitales la que financiarían a las sociedades con menores recursos financieros y más dificultades para acceder a los mercados de crédito concediéndoles crédito comercial a través de aumentarles el propio crédito suministrado o la ampliación de los periodos de pago.

47. El crédito comercial, dentro del conjunto de flujos financieros internos en el sector de empresas no financieras, se puede definir como aquel aplazamiento de pago de una compraventa de bienes o de una prestación de servicios que sean objeto de negocio típico de la empresa: en especial, son deudas que proceden de proveedores y de créditos concedidos a clientes (GARCÍA-VAQUERO & MAZA, 1996, pág. 31).

48. Los medios de pago más habituales se instrumentan en facturas, pagarés, recibos, certificaciones y, en menor medida, letras de cambio.

49. We find evidence that firms use trade credit relatively more when credit from financial institutions is not available

50. “El Banco de España observa que las nuevas operaciones de crédito para el consumo a través de plataformas de financiación participativa han experimentado una “notable recuperación” en 2021 y siguen por encima de las operaciones de la banca (La Vanguardia, 2022) ”.

51. Tratado por GARCÍA COTO & ALONSO (2014)

52. Acudir CNMV <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Plataforma/Financiacion-Participativa-Listado.aspx> Consultado el

Tal como hemos evidenciado anteriormente, las PyMEs tienen más dificultades de obtener financiación ajena en los periodos de desaceleración económica estrechándose sus vías de financiación. La menor generación de recursos propios reduce la autofinanciación, sin posibilidad de acceder a créditos bancarios, generalmente optan por un aumento de los periodos medios de pago<sup>48</sup>.

De esta forma, el crédito interempresarial, con un carácter más flexible que el crédito bancario, no inhibe el curso de los intercambios comerciales y, por consiguiente, favorece el desarrollo de la actividad económica en general (GARCÍA-VAQUERO & MAZA, 1996, pág. 43).

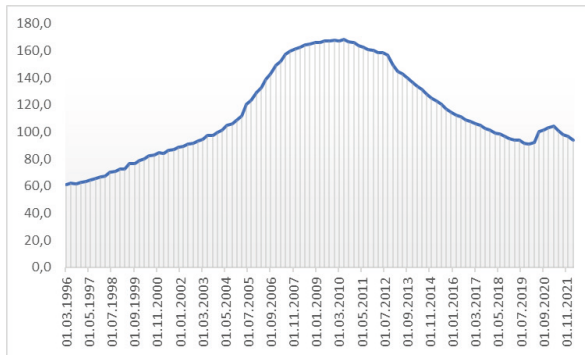
Siguiendo con García-Vaquero & Maza (1996) y Petersen & Rajan<sup>49</sup> (1994), el crédito interempresarial desempeña un cierto papel amortiguador de las restricciones monetarias y de la contracción de la oferta de crédito bancario, pero resultaría inviable compensar con él un credit crunch bancario.

## CROWDFUNDING O PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVA

Llegados a este punto, nos centraremos en una de las vías de financiación no bancaria que, según los datos publicados, más crecimiento ha tenido en los últimos años<sup>50</sup>: el crowdfunding<sup>51</sup> o plataformas de financiación participativa<sup>52</sup> (PFP) regulada mediante la Ley 5/2015, 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial (2015).

Desde la pasada crisis económica

internacional de 2008, las fuentes alternativas de financiación tendrían que haber compensado total o parcialmente la disminución del crédito al sector privado no financiero procedente de bancos cuya trayectoria en porcentaje sobre el PIB les mostramos en la figura 11.

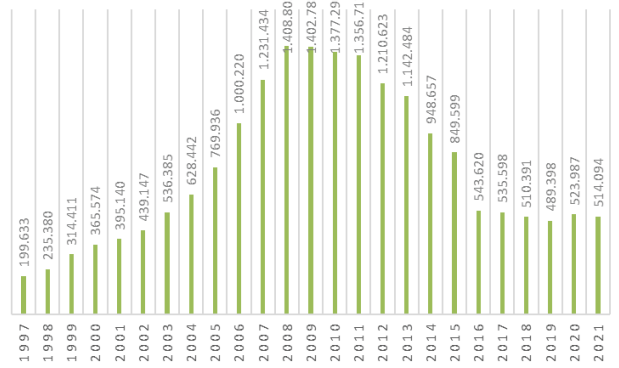


**Figura 11:** Crédito al SNF privado nacional procedente de Bancos (% PIB)

Fuente: elaboración propia a partir de datos del BIS<sup>53</sup>

Cuantificando el cuadro anterior, la figura 12 nos muestra el riesgo dinerario dispuesto de las personas jurídicas tras la entrada de España en la UEM hasta diciembre 2021. Durante la última fase expansiva de la economía española 1998-2008, la financiación concedida a empresas por las entidades de crédito llegó a alcanzar tasas que triplicaron el crecimiento nominal de la economía (AYUSO, 2013, pág. 81). Si hacemos memoria, en épocas de expansión económica, de reducidos tipos de interés e inflación y de abundante liquidez como la acontecida en España de finales de los años noventa a 2007, el crédito a

SNF llegó a crecer a tasas, en media anual, del 15 por ciento, entre 1995 y 2007 (BANCO DE ESPAÑA, 2013, pág. 48).



**Figura 12:** Riesgo Dinerario Dispuesto<sup>54</sup>. Personas Jurídicas (millones de euros)

Fuente: elaboración Propia a partir de datos de la Central de Información de Riesgos del BdE<sup>55</sup>

Sin embargo, la nueva financiación concedida por el sistema financiero a empresas y PyMEs desde el año 2014 superada la segunda recesión (Fernández Ordoñez, 2017, pág. 30) hasta 2020, no ha estado acompañada con la recuperación económica del país (figura 13). “Préstamos bancarios y PIB, tienden en general, a moverse en paralelo (si bien con un cierto desfase a favor de este último), como resultado de una serie de fuerzas que actúan tanto en una dirección como en otra” (AYUSO, 2013, pág. 81). Dicha financiación no ha sido suficiente para poder compensar la amortización anual de la deuda<sup>56</sup>, sino que, se ha producido el efecto contrario, año tras año la amortización de la deuda viva absorbía el flujo de la nueva financiación bruta.

02 de mayo de 2023 donde se detallan las 20 PFP, 7 PFP menos que en la consulta realizada a la misma web en noviembre de 2022.

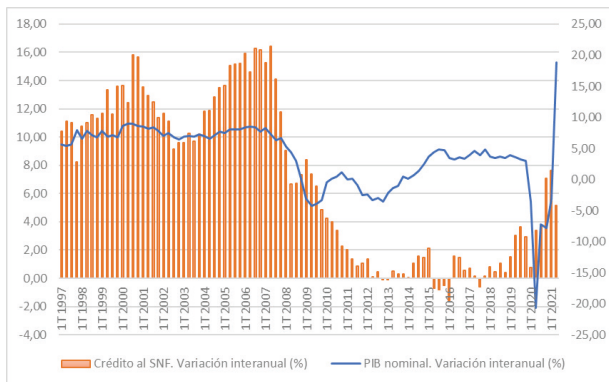
53. <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>

54. El riesgo dinerario dispuesto se compone de crédito comercial, crédito financiero, valores representativos de deuda, productos vencidos y no cobrados de activos dudosos, operaciones de arrendamiento financiero, operaciones sin recurso con inversión, préstamos de valores y adquisición temporal de activos (BANCO DE ESPAÑA, 2011, pág. 25)

55. <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/informes-y-memorias-anales/memoria-de-la-cir/>

56. “La evolución agregada del saldo vivo de crédito es el resultado de dos fuerzas contrapuestas. Por una parte, recoge el curso de los fondos brutos captados por los agentes que se endeudan para acometer nuevas decisiones de gasto (que eleva el saldo vivo) y, por otra, refleja las operaciones de amortización de la deuda generada en el pasado (que tienen el efecto contrario)” (BANCO DE ESPAÑA, 2014, pág. 127):





**Figura 13:** Crédito al SNF Variación interanual (%) y PIB nominal Variación interanual (%)

Fuente: elaboración propia con datos del BIS y de INE Contabilidad Nacional

En el periodo transcurrido de 2008 a 2018<sup>57</sup> la financiación crediticia a empresas españolas cayó de 1,4 trillones de euros a 510,3 billones de euros (tabla 1) según la Central de Riesgos del Banco de España. En la misma década, las fuentes alternativas de financiación en España incrementaron su volumen de financiación de 35 billones de euros en 2008 a 98 billones de euros en 2018 (OCTOBER, 2019). Estos 63 billones de euros han resultado insuficientes para compensar los 898,4 billones de euros de crédito bancario despalancado en dicho periodo.

57. Año 2018 para comparar plazos idénticos con el dato de las fuentes alternativas de financiación.

58. Tasa anual media de crecimiento del 50%

59. El estudio de QUINTANERO et al (2020, pág. 61) en su artículo sobre las FinTech de la revista de Estabilidad Financiera del Banco de España núm.38 califican de porcentaje ínfimo la financiación del crowdlending en 2018 comparándolo con el volumen de préstamos de entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito reportados al CIR en el mismo periodo, ascendiendo en concreto este último, a 1.808.252 millones de euros.

60. El acceso a la financiación es uno de los problemas más acuciantes de las PYME, que denuncian un deterioro del apoyo financiero público (-13 %), del acceso a los préstamos (-11 %) y del crédito comercial (-4 %), así como una menor disposición de los inversores a invertir en participaciones de capital (-1 %). (...) La microfinanciación colectiva permite poner directamente en contacto a los pequeños –o, incluso, no tan pequeños– contribuidores e inversores con los proyectos que requieren fondos, fundamentalmente en las fases iniciales. La microfinanciación colectiva puede fomentar el emprendimiento no solo gracias a un mayor acceso a la financiación, sino también porque comporta una herramienta adicional de ensayo de mercado y comercialización, lo que puede ayudar a los emprendedores a adquirir un valioso conocimiento acerca de los clientes y la exposición a los medios de comunicación (COMISIÓN EUROPEA, 2014, pág. 5).

61. Nos da la sensación de que el gobernador del Banco de España hace una comparación entre la pasada crisis económico sanitaria y la actuación acometida en la crisis económica internacional de 2008 (la gran recesión), derivando esta última en una restricción del crédito bancario a PYMEs y familias. Lo que posiblemente no recuerda es que en 2007 también gozábamos del mejor sistema financiero de Europa y, de unas copiosas provisiones anticíclicas, pues hasta que la morosidad aflora, la solvencia no empieza a sufrir.

Nosotros sostenemos que, lo que ha diferenciado esta crisis económica de la financiera de 2008 ha sido la pronta intervención

Según datos del Banco de España (BARAHONA & BARREIRA, 2022) la financiación concedida a través de las plataformas de financiación participativa en crédito para consumo, fuente alternativa de financiación que nos ocupa, ha experimentado un rápido crecimiento de 2015 a 2019<sup>58</sup>, alcanzando en 2019 casi 4.000 millones de euros, lo cual apenas supone el 1,4% de la financiación para este mismo fin que proporciona el sector bancario<sup>59</sup>.

La crisis económica internacional de 2008 puso de manifiesto ante supervisores y reguladores la elevada dependencia financiera de la PyME nacional frente a un credit crunch bancario y, a raíz de ella, el afloramiento de las ya comentadas fuentes de financiación alternativas<sup>60</sup>, por tanto ¿cuál ha sido el cambio implementado en las fuentes de financiación de pequeñas y medianas empresas en la más reciente crisis económica?

Hernández de Cos (2021a) evidencia las ventajas de mantener un sistema financiero solvente para evitar, ante una crisis económica, en este caso la de la Covid-19, el racionamiento de la financiación bancaria<sup>61</sup>, sin embargo nos parece que el gobernador del Banco de España, Hernández de Cos (2021b), es más

objetivo cuando reconoce la importantes medidas activadas por los programas de crédito para empresas con garantías del Instituto de Crédito Oficial (ICO), así como, el impulso europeo a la banca española para que los fondos lleguen a las PyMEs<sup>62</sup>.

En el Boletín Trimestral de la Economía Española, el Banco de España (2021) de acuerdo con la encuesta semestral del BCE, da a conocer que la proporción de PyMEs españolas que solicitaron préstamos bancarios entre abril y septiembre de 2021 cayó 6 puntos porcentuales respecto a la encuesta anterior, situándose en un 23 por ciento, cifra similar a la observada en la UEM. Reconociendo que la tendencia descendente de este indicador en el último año se debería, “a las menores necesidades de financiación de las empresas españolas en los últimos meses, tras el extraordinario recurso al crédito que estas mostraron en 2020, que respondió, en gran medida, a la posibilidad de obtener préstamos avalados por el Estado” (BANCO DE ESPAÑA, 2021, pág. 36).

Acudiendo a la evolución económica reciente de las PyMEs españolas y su acceso a la financiación externa de acuerdo con la última encuesta semestral del BCE, se evidencia que la proporción de PyMEs que solicitaron crédito bancario entre abril y septiembre de 2022 se mantuvo en porcentajes reducidos, tanto en España (21%) como en la UEM (22%), posiblemente porque un porcentaje elevado de las mismas aún conservan los colchones de liquidez a los que accedieron en el contexto de la pandemia de covid-19 (MENÉNDEZ & MARISTELA, 2023, pág. 8).

La reciente crisis económica de la Covid-19 sólo ha hecho incrementar la dependencia de las empresas en el sistema bancario, demostrando una vez más, que dicho sector es el medio más rápido para el traslado de la política monetaria de los Bancos Centrales.

En el caso de Estados Unidos, país cabecera de las fuentes de financiación alternativas (CENTRE FOR FINANCE, TECHNOLOGY AND ENTERPRENEURSHIP, 2022) resulta singular que según la investigación de JD Powers (2021) las pequeñas y medianas empresas estaban bastante satisfechas con sus bancos entre 2020 y 2021<sup>63</sup> donde se instauraron programas de avales públicos, como fue el caso de la Ley CARES<sup>64</sup>, para estimular la demanda de crédito a pequeñas y medianas empresas. En 2022 donde la situación económica fue especialmente vulnerable para este nicho de mercado debido entre otras causas, a factores que más afectan a la estructura financiera y de pagos de las empresas tales como, la inflación, las interrupciones en la cadena de suministro y la retención y/o adquisición de talento (J.D. POWER, 2022) los datos de la encuesta arrojan como las PyMEs echan en falta en sus decisiones empresariales el consejo financiero integral de la gran banca.

Los resultados anteriores tanto a nivel nacional (HERNÁNDEZ DE COS, 2021b), como internacional (JD POWER, 2021) nos plantean el siguiente interrogante, ¿podría, por tanto, estar sujeta la imagen social de la banca a las disposiciones de política monetaria? Aspirando a dar una respuesta, tanto la crisis económico-financiera de 2008 como la crisis económico-sanitaria de 2020

---

europea y, la rápida intervención gubernamental con el programa de avales ICO a las pequeñas y medianas empresas, sin el cual, presumimos no se hubiera evitado un episodio de credit crunch bancario similar al de 2008.

62. Para mayor información pueden acudir a la exposición itinerante Germán Bernácer inaugurada por el ex director general de Economía y Estadística del Banco de España, Óscar Arce, con la conferencia sobre “La economía española en el área del euro: situación, perspectivas y retos”. Enlace: <https://vertice.cpd.ua.es/col/17104>

63. “Strong Bank Response to Paycheck Protection Program (PPP) Drives Record-High Satisfaction among Small Business Customers, J.D. Power Finds” <https://www.jdpower.com/business/press-releases/2021-us-small-business-banking-satisfaction-study>

64. Con más de 2 billones de dólares, en comparación a la Ley de Reinversión y Recuperación de Estados Unidos de 2009.

implicaron importantes inyecciones de liquidez a todas las economías afectadas. La gran recesión conllevó medidas de estímulo económico, principalmente operaciones de provisión urgente de liquidez a las entidades financieras y programa de compra de bonos gubernamentales. En la crisis sanitaria de 2020, las medidas de estímulo económico implementadas en muchos países del mundo, pero principalmente en el caso que nos ocupa de España y Europa consistieron en programas de préstamos con bajos tipos de interés y garantías gubernamentales<sup>65</sup> que se proporcionaron directamente a las PyMEs. Podemos inferir que, entre otros factores, lo que diferencia la primera crisis de la segunda no fue el montante de capital inyectado en la economía<sup>66</sup>, sino la rápida intervención en la crisis sanitaria y su apoyo directo a pequeñas y medianas empresas para dotarlas de liquidez con la finalidad de que pudiesen resistir la recesión y mantener su actividad económica y, de esa forma, salvaguardar el consumo y crecimiento económico, medidas de política monetaria que en este segundo caso fluyeron a través del sistema financiero y no mediante el uso de fuentes alternativas de financiación.

Estudios del Banco de España reflejan que “la información sobre la estructura de financiación empresarial muestra que las empresas españolas presentan una dependencia mayor de los créditos bancarios que el resto de las empresas de la zona del euro” (GAVILÁ y otros, 2020, pág. 125).

Siguiendo con Gavilá, Maldonado y Marcelo (2020, pág. 108) destacan como el BCE en su estudio sobre la financiación de

las empresas que realiza de forma periódica en la zona euro, comprueban que el crédito bancario es la principal fuente de financiación también para las PyMES europeas.

Pareciera entonces que tras la gran recesión de 2008 las fuentes alternativas de financiación aún no han demostrado su efectividad tanto, por los volúmenes manejados como, por ser el posible reemplazo al crédito bancario. La reciente crisis económico-sanitaria tampoco nos permite confirmar la efectividad de estas fuentes alternativas de financiación en el caso concreto de las sociedades no financieras.

### **PERFIL DE LOS DEMANDANTES DE FINANCIACIÓN ALTERNATIVA**

Los datos arrojan que el perfil de riesgo que poseen los demandantes de fondos de este tipo de financiación, en concreto, de las plataformas de financiación participativa<sup>67</sup>, es más elevado que el perfil de riesgo de los prestatarios de las entidades de crédito (BARAHONA & BARREIRA, 2022, pág. 8) por lo que el nicho de mercado al que se dirigen estas instituciones de financiación no entra en competencia directa con las pequeñas y medianas empresas que acceden a financiación bancaria. Perfil de riesgo que, por otro lado, se traslada elevando las condiciones aplicadas<sup>68</sup> en las operaciones donde intervienen.

La financiación alternativa sufre elevadas tasas de morosidad en sus operaciones<sup>69</sup> lo que nos induce a suponer que esta financiación es un instrumento complementario del sistema bancario, pero no sustitutivo, al no cumplir

65. Así como medidas de apoyo financiero directo, tales como subsidios para el pago de los salarios

66. Aunque la diferencia en las cifras han sido relevantes, siendo menor la inyección de capital en la crisis económica de 2008 que en la sanitaria de 2020.

67. Véase en <https://panel.mytriplea.com/estadisticas/> fecha de consulta 29 noviembre 2022, la cartera de préstamos de la PFP actualizado a abril 2022 con el detalle de las operaciones retrasadas (en días), en mora o fallidos. Sin embargo, nos ha resultado muy difícil encontrar una información parecida de las restantes 19 PFP dadas de alta en la CNMV.

68. Se entiende por condiciones aplicadas a un préstamo las características que tiene (tipo de interés, cuantía, plazo, garantías requeridas...), una vez que la entidad financiera ha decidido concederlo (MENÉNDEZ PUJADAS & MULINO, 2022).

69. 73% de los préstamos concedidos en 2019 han sufrido algún impago y el 80% del capital vivo estaba al menos impagado en

con los criterios de riesgos de concesión de préstamos<sup>70</sup>.

## CONCLUSIÓN

Las pequeñas y medianas empresas han sido históricamente los principales motores económicos en la sociedad española debido a su capacidad de generar empleo y actividad económica. A pesar de la reducción de la financiación bancaria desde la crisis económica de 2008 y de las dificultades para acceder a fuentes alternativas de financiación adecuadas, las PyMEs han continuado desempeñando un papel fundamental en nuestra economía, lo que demuestra su capacidad de adaptabilidad, flexibilidad y agilidad al cambio. Pequeñas y medianas empresas se han visto obligadas a reducir costes mejorando su eficiencia, ampliar los volúmenes y plazos del crédito interempresarial, así como, buscar nuevos nichos de mercado para mantener y/o incrementar su rentabilidad. Sin embargo, la falta de crédito bancario posiblemente haya repercutido, tal como hemos visto, en una menor competitividad de las pequeñas y medianas empresas afectando colateralmente a la productividad, innovación y al emprendimiento en detrimento de un mayor

más de 90 días (BARAHONA & BARREIRA, 2022, pág. 8).

70. Se entiende por criterios de concesión todas las actuaciones realizadas por un banco para decidir si otorga o no un crédito (MENÉNDEZ PUJADAS & MULINO, 2022).

desarrollo económico nacional. La pregunta que cabría hacerse en este caso es ¿cuánto más competitivas serían las PyMEs nacionales si se les brindara un apoyo financiero adecuado? Y si fuera así, ¿qué porcentaje de empleo y crecimiento económico seríamos capaces de alcanzar y, por tanto, nos encontramos desaprovechando?

La crisis financiera de 2008 evidenció la urgencia por parte de los reguladores de que pequeñas y medianas empresas trasladaran una parte importante de la financiación bancaria tradicional hacia fuentes alternativas de financiación con la intención, a priori, de evitar futuros riesgos sistémicos y apuntalar la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, la reciente crisis económica-sanitaria ha demostrado en contraposición con la anterior, como los estímulos económicos directos en forma de préstamos y garantías gubernamentales, así como medidas de apoyo financiero a las PyMEs han sido más efectivas para ayudar a las empresas a resistir la recesión y evitar el desplome en el crecimiento económico. Medidas de política monetaria que en este segundo caso fluyeron a través del sistema financiero y no mediante el uso de fuentes alternativas de financiación.

## REFERENCIAS

- AYUSO, J. (2013). Un análisis de la situación del crédito en España. *Boletín Económico*. Banco de España.
- BANCO DE ESPAÑA. (1996-2022). *Cuentas Financieras de la Economía Española*.
- BANCO DE ESPAÑA. (2011). *Memoria de la Central de Información de Riesgos*.
- BANCO DE ESPAÑA. (2013). El endeudamiento de la economía española, características, corrección y retos. *Informe Anual del Banco de España*.
- BANCO DE ESPAÑA. (2014). *Informe anual*.
- BANCO DE ESPAÑA. (2021). Informe trimestral de la Economía Española. *Boletín Económico* 4/2021.
- BARAHONA, R., & BARREIRA, R. (2022). Las Plataformas de Financiación Participativa de Crédito para Consumo en España. *Boletín Económico*.
- BARTOLOMÉ, L. (2022). La tasa de paro de la eurozona cerró 2021 en el mínimo histórico del 7%, con España líder. El Economista. Recuperado de <https://www.economista.es/economia/noticias/11595694/02/22/La-tasa-de-paro-de-la-eurozona-cerro-2021-en-el-minimo-historico-del-7-con-Espana-lider.html>
- BERGER, A., & UDELL, G. (1995). Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *Journal of Business* Volumen 68, nº 3, 351-381.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES. (2023). *Descripción del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda SEND SMART RENTA FIJA para la negociación de valores negociados en AIAF, Mercado de Renta Fija y MARF*.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES. (2023). *Mercado de Renta Fija. Informe Anual 2022*.
- BRECHLING, F., & LIPSEY, R. (1963). Trade credit and monetary policy. *Economic Journal* 73, 618-641.
- CALVO, P. (2015). La maldición del empleado 50. *El Confidencial*. Recuperado de [https://www.elconfidencial.com/economia/2015-03-22/la-maldicion-del-empleado-50\\_725505/](https://www.elconfidencial.com/economia/2015-03-22/la-maldicion-del-empleado-50_725505/)
- CANO, L. (2020). La Concentración Bancaria acelera en España: cincuenta cajas y bancos menos de la crisis de 2008. *ABC*. Recuperado de [https://www.abc.es/economia/abci-concentracion-bancaria-acelera-espana-cincuenta-cajas-y-bancos-menos-desde-crisis-2008-202009160109\\_noticia.html](https://www.abc.es/economia/abci-concentracion-bancaria-acelera-espana-cincuenta-cajas-y-bancos-menos-desde-crisis-2008-202009160109_noticia.html)
- CENTRE FOR FINANCE, TECHNOLOGY AND ENTERPRENEURSHIP. (2022). *Top Fintech Unicorns 2021*
- COLMENAR, M., MARÍN, S., & ORTIZ, E. (2020). *Guía sobre Mercados Cotizados para PYMES*.
- COMISIÓN EUROPEA. (2014). *Liberar el potencial de la microfinanciación colectiva en la Unión Europea. (COM 2014) 172 final*.
- CONTRERAS, S. (2019). Self-Employment in Times of Crisis: The Case of the Spanish Financial Crisis. *Economies*.
- FERNÁNDEZ ORDOÑEZ, M. (2017). *Congreso de los Diputados. Comisión de Investigación sobre la crisis financiera en España y el programa de asistencia financiera. Sesión núm. 14. Comparecencias*.
- GARCÍA COTO, D., & ALONSO, A. (2014). Financiación Empresarial 2.0: Crowdfunding para inversión y otras plataformas. *Los Retos de la Financiación del Sector Empresarial*.
- GARCÍA COTO, D., & GARRIDO DOMINGO, J. (2023). La Cotización en Bolsa: Una Buena Opción de Futuro Aprovechada por Pocas Empresas. *Economistas nº 181. Extra. España 2022 Un Balance*.
- GARCÍA, M., MARTÍN, C., & ZARAPUZ, L. (2012). *Conceptos básicos del tejido productivo Español*.



- GARCÍA, Y. (2020). España crea empleo en 2019 pero a menor ritmo: el paro baja en 112.400 personas y se crean 402.300 puestos, la cifra más baja desde 2014. *El Economista*. Recuperado de <https://www.economista.es/economia/noticias/10323203/01/20/El-paro-baja-en-112400-personas-en-2019-su-menor-descenso-desde-2013-y-se-crean-402300-empleos.html>
- GARCÍA-VAQUERO, V., & MAZA, L. (1996). Crédito interempresarial: evolución reciente y efectos sobre el sistema económico. *Boletín Económico*. Banco de España, marzo.
- GARCIA-VAQUERO, V., & ROIBÁS, I. (2018). La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas. *Boletín Económico Banco de España*. Artículos Analíticos. .
- GAVILÁ, S., MALDONADO, A., & MARCELO, A. (2020). El sistema interno de evaluación del crédito del Banco de España. *Revista de Estabilidad Financiera* n° 38.
- HAMILTON, R., & FOX, M. (1998). The Financing Preferences of Small Firm Owners. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, vol.4, n° 3, 239-248.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2021a). *Basel III implementation in the European Union. Discurso en El Eurofi Panel, Ljubljana, 10 September 2021*.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2021b). *El análisis de la estabilidad financiera. Una aplicación práctica a la España de hoy. Homenaje a Vicente Salas. Funcas, 3 de noviembre, 2021*.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., & HERNANDO, I. (1998). El crédito comercial en las empresas manufactureras españolas. Documento de Trabajo n° 9810. Servicio de Estudios del Banco de España.
- INE. (2023). Encuesta de Población Activa (EPA).
- J.D. POWER. (2022). *Stressed Small Business Owners Looking for Banks to Help Weather Tough Economy, J.D. Power Finds*.
- JD POWER. (2021). U.S. Small Business Banking Satisfaction Study.
- JEFATURA DEL ESTADO. (2015). *Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial*.
- KING, M. (2016). El fin de la alquimia. Dinero, banca y de futuro de la economía global. Grupo Planeta.
- LA VANGUARDIA. (2022). El Banco de España detecta un alza en las operaciones de crédito de las plataformas de financiación participativa. *La Vanguardia*. Recuperado de <https://www.lavanguardia.com/economia/20220926/8543677/banco-espana-detecta-alza-operaciones-credito-plataformas-financiacion-participativa.html>
- LÓPEZ PASCUAL, J. (2014). Evolución y Análisis de la Financiación de la PYME en España. *ICE, Revista de Economía, 1 (879)*.
- LÓPEZ-GRACIA, J., & AYBAR-ARIAS, C. (2000). An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies. *Small Business Economics* n°14, 55-63.
- MALDONADO, D., & BENITO, M. (2013). La estructura financiera de las pymes: aplicaciones contables y financieras. Análisis empírico con pymes gerundenses. *Revista de contabilidad y tributación*. CEF, (363), 95-128.
- MALO DE MOLINA, J. (2021). *Los años cruciales del Banco de España (1992-2018)*. Madrid.
- MELLE HERNÁNDEZ, M. (2001). Características diferenciales de la financiación entre las pyme y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento. *Papeles de Economía Española* n° 89/90.
- MENÉNDEZ PUJADAS, Á., & MULINO, M. (2022). Encuesta sobre préstamos bancarios en España: octubre de 2022. *Banco de España*.
- MENÉNDEZ, Á., & MARISTELA, M. (2023). Evolución económica reciente de las pymes españolas y de su acceso a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE. *Boletín Económico Banco de España, 2023/T1*.
- MINISTERIO DE INDUSTRIA, COMERCIO Y TURISMO (2019). *Marco Estratégico en Política de Pyme 2030*.

- MINISTERIO DE INDUSTRIA, ENERGIA Y TURISMO (2023). *Cifras PyME*. Ministerio de Industria, Energía y Turismo.
- MODIGLIANI, F., & MILLER, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review* nº48, 261-297.
- NOCEDA, M. (2022). El despertar de la financiación alternativa en España. *El País*. Recuperado de <https://elpais.com/economia/negocios/2022-09-25/el-despertar-de-la-financiacion-alternativa-en-espana.html>
- OCTOBER. (1 de abril de 2019). *La evolución de la financiación alternativa en España*.
- ONU. (2022a). *Micro-,Small and Medium-Sized Enterprises Day, 27 June*.
- ONU. (2022b). *Mipymes, a la cabeza del desarrollo sostenible. Día de las Microempresas y las Pequeñas y Medianas Empresas*.
- ORDIALES, I. (2013). Impacto de la crisis en el patrón de financiación de las PyMEs europeas. Especial atención al caso Español. Fundación de las Cajas de Ahorros. Documento de Trabajo nº 738.
- PETERSEN, M., & RAJAN, R. (1994). Trade credit: Theories and evidence. *Review of Financial Studies*, vol.10 nº3, 3-37.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2023). *Private Equity Trend Report 2023. Battling through the headwinds*.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2015). *El dinero en 2033. Cómo nos Financiaremos y Ahorraremos*.
- QUINTANERO, J., SANTOS, R., FERNÁNDEZ, A., & MORENO, A. (2020). Fintech: panorama y retos en la obtención de información. *Revista de Estabilidad Financiera* núm 38, 61.
- REVISTA ESPAÑOLA DE CAPITAL RIESGO. (2023). El total de operaciones en private equity (PE) en el 1T.2023 sufren un descenso del 30% en comparación con las del 1T.2022. *Boletín de actualidad del mercado español de capital riesgo*.
- SALAS FUMÁS, V. (2015). Cambios en la estructura Financiera, coste del capital e inversión en las empresas españolas. En *Los retos de la financiación del sector empresarial*.
- SEBASTIAN, M. (2015). *La falsa bonanza*. Barcelona.
- TORRES, S. (2022). El crédito en los procesos de crecimiento y desarrollo económico. La experiencia española en las situaciones de crisis financieras. El papel de las instituciones y de los reguladores del sistema financiero. ¿ Han tenido efectos la desaparición de las cajas de ahorros?
- TRIBUNAL DE CUENTAS EUROPEO. (2022). *Informe Especial. Apoyo del FEDER a la competitividad de las pymes*.