

# La financiación de las pymes

Resumen del informe CAE n° 83 (02/03/2009)

Informe de Grégoire Chertok,  
Pierre-Alain de Malleray y Philippe Pouletty

## Sinopsis

Numerosos estudios llegan a una misma conclusión: subrayan la influencia del pequeño número de medianas empresas en Francia comparado con sus principales socios europeos (entre ellos, cómo no, Alemania), y las repercusiones negativas de esta situación para la competitividad y el comercio exterior franceses.

La verdadera eficacia de la política pública relativa a la financiación de las pymes depende de su capacidad de combinar toda una serie de iniciativas: el desarrollo del capital riesgo; la promoción de mercados financieros alternativos, más adaptados a las pymes; la orientación de una mayor parte de la política de ayudas a la I+D a las pymes; la reforma del derecho concursal para proteger mejor a los acreedores; la canalización de más ahorros hacia la financiación de las pymes; la reducción de los plazos de pago, continuando en la línea de lo que ya se ha realizado en la ley de modernización de la economía; el desarrollo de sistemas de garantía (OSÉO...); el fomento del desarrollo de la deuda *mezzanine* y del *factoring*; etc.

Desde este punto de vista, la crisis financiera presenta la ocasión de acentuar las orientaciones de política económica que ya se habían adoptado antes de su estallido.

**Christian de Boissieu**

*Actualmente hay consenso sobre una observación: a las pequeñas y medianas empresas francesas les cuesta crecer para alcanzar el tamaño crítico necesario que les permita convertirse en los campeones de mañana. Los obstáculos pueden atribuirse al funcionamiento de varios mercados: el de bienes y servicios, el de trabajo y el de financiación.*

*Este informe hace hincapié en el acceso a la financiación de dos formas distintas: la aportación de fondos propios por un lado, y el recurso a la deuda por otro. Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray y Philippe Pouletty exploran varias vías para reducir los obstáculos existentes: el desarrollo del capital riesgo, la emergencia de mercados financieros alternativos, la reorganización y evaluación de las políticas de ayudas a la I+D, la reforma de la ley concursal, el impulso de la deuda *mezzanine* y del *factoring*.*

*Este informe fue presentado a Éric Besson, secretario de Estado del Primer Ministro encargado de Prospectiva, Evaluación de las políticas públicas y Desarrollo de la economía digital, y Hervé Novelli, secretario de Estado encargado de Comercio, Artesanía, Pequeñas y medianas Empresas, Turismo y Servicios, el 3 de noviembre de 2008; numerosos expertos colaboraron con los autores. Este boletín, publicado bajo la responsabilidad del Consejo de Análisis Económico (CAE), presenta las principales conclusiones y propuestas de los tres autores.*

Las pymes reflejan una realidad muy diversa, que abarca desde la microempresa local hasta la compañía de alta tecnología líder del futuro, pasando por la empresa tradicional con una sólida presencia en su mercado. Puesto que contribuyen a la renovación del tejido productivo e impulsan la innovación, el desarrollo de las pymes es un objetivo de las políticas públicas. El objeto de este informe es examinar los obstáculos financieros que pueden frenar el desarrollo de estas empresas y formular unas propuestas destinadas a eliminar o salvar dichas barreras.

Antes de exponer su análisis, Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray y Philippe Pouletty recuerdan las particularidades de la financiación de las empresas en Francia. Para empezar, se ha dado preferencia a la financiación mediante deuda comparado con el recurso a los fondos propios, que implican una posibilidad de toma de control de la empresa. Este hecho ha frenado el desarrollo de los mercados de fondos propios en Francia. En segundo lugar, las empresas se han acostumbrado a que el Estado intervenga en la distribución del crédito. Finalmente, una menor cultura de toma de riesgos ha evitado que se desarrolle una verdadera tarificación del crédito arriesgado, bloqueando así la selección de proyectos mediante el nivel de tipos de interés.

## **1. La financiación, clave del crecimiento de las pymes**

### ***1.1. Peso y dinamismo de las pymes francesas***

Las pequeñas y medianas empresas (pymes) francesas, aquellas con menos de 250 trabajadores, un volumen de negocios inferior a 50 millones de euros o un balance inferior a 43 millones de euros, representan un 66% del empleo del sector privado y un 56% del valor añadido de este sector de la economía francesa. No es fácil medir la contribución de las pymes a la dinámica económica, porque al prosperar a menudo pasan a otra categoría, ya sea convirtiéndose en una «gran empresa» al superar ciertos umbrales, ya sea por su absorción por un grupo. Después de neutralizar estos efectos, se desprende que, en el periodo 1999-2006, el crecimiento neto del empleo de las pymes (un 13%) fue bastante superior al de los empleos del sector privado (un 8%).

### ***1.2. Una fórmula de desarrollo original: desaparecer para sobrevivir***

Sin embargo, comparado con los Estados Unidos, el Reino Unido o Alemania, Francia tiene grandes dificultades para hacer crecer a sus pymes, es decir, transformar sus gacelas en «grandes» empresas prósperas capaces de conquistar los mercados internacionales. Más que en otros países, el auge de una pyme desemboca en su desaparición o en su pérdida de autonomía mediante la absorción o filialización dentro de un grupo. Según Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray y Philippe Pouletty, la dificultad de las pymes autónomas para conseguir financiación de los bancos o en los mercados financieros les lleva a buscar la «seguridad» de los mercados de capitales internos de los grupos.

### ***1.3. El peligro de una renovación insuficiente del tejido productivo***

Esta fórmula de integración dentro de los grupos no es necesariamente la peor, pero parece poco adecuada en el contexto de un crecimiento que se realiza mediante la «creación destructora». Por consiguiente, el crecimiento de la pyme autónoma es un reto crucial de las políticas económicas y requiere una actuación simultánea en tres mercados: el de bienes y servicios, el de trabajo y el de financiación.

### ***1.4. El malthusianismo del mercado de financiación***

¿Cómo contribuye la financiación a este crecimiento? Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray y Philippe Pouletty observan en primer lugar que la rentabilidad de las pymes es elevada, lo que apunta a una selectividad excesiva de los mercados, principalmente del de financiación. En segundo lugar, constatan que la estructura financiera de las pymes se «saneó» entre 1990 y 2005 mediante una reducción del endeudamiento, sobre todo del bancario. No obstante, esta reestructuración del balance a favor de los fondos propios no se traduce en más inversiones, sino en un aumento de la tesorería, lo que refleja un comportamiento cauteloso por parte de los empresarios. Desde el punto de vista financiero, las pymes francesas tropiezan con un doble obstáculo nefasto: la reticencia de los bancos a financiarlas mediante deuda por un lado, y la dificultad para conseguir fondos propios por otro.

El informe está estructurado en torno a este doble racionamiento financiero.

## 2. Desarrollar las pymes autónomas facilitando la financiación con fondos propios

El fomento del recurso de las pymes a la financiación con fondos propios es crucial en un clima de retroceso de la concesión de créditos bancarios. Aunque la entrada en el capital implica una pérdida de control para el empresario, muchas pymes autónomas no tienen otra opción para expansionarse.

### 2.1. El capital riesgo

Los fondos de capital riesgo participan en la cadena de financiación, aportando capitales a las pymes en crecimiento en las fases de expansión y desarrollo. Estos fondos, que actúan en las fases iniciales de arranque y de creación, toman el relevo de los créditos públicos o privados de ayuda a la constitución de empresas y de las aportaciones personales de los empresarios, de su familia o de los «inversores providenciales» (*business angels*). Para la empresa, la salida del capital riesgo se efectúa hacia los mercados financieros (salida a bolsa) o mediante la venta a otra empresa (*trade sale*).

Comparado con los Estados Unidos, los autores muestran el retraso de Europa «continental» en este ámbito. Francia no es la peor equipada, pero este sector tiene algunos fallos: unos equipos gestores de fondos con un perfil demasiado «gestor», unos fondos muy próximos a los bancos, unas sinergias insuficientes entre las universidades y la industria, unas redes de *business angels* apenas desarrolladas, y unos mercados financieros alternativos casi inexistentes.

Los autores hacen unas propuestas sobre cada uno de estos puntos para mejorar el ecosistema del empresariado tecnológico.

### 2.2. ¿Unos mercados financieros para las pymes?

Los mercados financieros alternativos o no regulados (Alternext en París, AIM (*Alternative Investment Market*) en Londres) constituyen un complemento, más que una alternativa, a los fondos de capital riesgo para canalizar fondos propios hacia las pymes. Los autores muestran el ejemplo del sector de biotecnología para mostrar la divergencia entre los Estados Unidos y Europa, y en particular Francia. A pesar de la creación de Alternext, el AIM sigue ostentando la posición de

líder en Europa. Los autores opinan que los mercados nacionales no pueden alcanzar el tamaño crítico en cuanto a liquidez. Debe adoptarse una iniciativa a escala europea para crear un mercado de valores de crecimiento con una regulación simplificada común para la zona euro.

### 2.3. Las ayudas públicas a la I+D

Las ayudas públicas a la I+D alivian las restricciones a la financiación de las empresas tecnológicas. Francia recurre más que sus socios de la OCDE a los fondos públicos para efectuar sus gastos de I+D: en torno a un 1% del PIB. Globalmente, este gasto público no tiene un efecto de palanca sobre el nivel de gasto privado en I+D, puesto que el primero ha subido mientras que el segundo se ha estancado. Grégoire Chertok, Pierre-Alain de Malleray y Philippe Pouletty cuestionan la manera en que este gasto se dirige hacia las empresas en función de su tamaño y su sector de actividad.

Las comparaciones internacionales no son sencillas, pero los autores observan que Francia presenta un déficit de gasto de I+D para las empresas de tamaño medio (entre 50 y 500 empleados). No obstante, estas empresas se benefician menos de los sistemas de ayuda pública que las mayores. Es poco probable que la reforma del crédito fiscal a la investigación (CIR, por sus siglas en francés) que ha habido durante el año invierta este fenómeno, puesto que está orientada preferentemente hacia las empresas con más de 1.000 empleados.

Además, las ayudas a la I+D se concentran en algunos sectores. Por ejemplo, la industria automovilística y la farmacéutica, con un peso del 30% en el gasto interior de I+D, sólo reciben un 2,9% de las ayudas públicas excluyendo el CIR.

La eficacia del gasto público en I+D debe evaluarse, lo que permitiría orientarlo mejor, en particular hacia las pymes.

### 2.4. La canalización del ahorro hacia las pymes

La dificultad de las pymes para obtener fondos propios está relacionada con el modo en que se estructura el ahorro de los hogares entre las distintas inversiones (vivienda, seguro de vida, valores mobiliarios, planes de ahorro para empleados...) Es cierto que se han multiplicado los incentivos fiscales a favor de las inversiones dirigidas hacia las pymes, como la creación de los

Fondos de Inversión Colectiva con Riesgos (FCPR, por sus siglas en francés), Fondos de Inversión en Innovación (FCPI), Fondos de inversión de proximidad (FIP), el dispositivo Madelin y la disposición relativa al impuesto sobre el patrimonio (ISF) de la ley TEPA [ley a favor del Trabajo, del Empleo y del Poder Adquisitivo],... No obstante, la defiscalización en materia de ahorro favorece las inversiones poco arriesgadas, como los contratos de seguro de vida, o las inversiones inmobiliarias (ayudas Robien, Borloo, dispositivo Girardin para los departamentos de ultramar franceses ...) y mobiliarias (buques pesqueros, agrupaciones forestales), más que una inversión productiva más arriesgada. Los autores proponen que los profesionales de los seguros de vida se comprometan a invertir una parte de sus activos en las pymes innovadoras. Piden que las medidas fiscales favorables a las pymes adquieran más unidad y sean sistemáticamente evaluadas.

### 3. Los obstáculos para la financiación con deuda

#### 3.1. El crédito bancario y el precio justo del crédito

En Francia, las pymes siguen recurriendo sobre todo a los bancos para su financiación. No obstante, algunos indicios muestran que este mercado de financiación funciona mal y que hay problemas de racionamiento del crédito. Según un estudio citado por el informe, un 40% de las pymes francesas manifestaron no haber tenido acceso a crédito cuando estaban dispuestas a pagar su precio durante el periodo 1985-1995. La ampliación de los préstamos CODEVI [cuentas para el desarrollo industrial] a las pymes de los sectores comerciales, que tuvo lugar entre 1993 y 1995, se reflejó en un alza del 4% del endeudamiento de las empresas implicadas, gracias a la relajación de las restricciones de financiación.

También se encuentran signos de racionamiento al analizar la relación riesgo-rendimiento, es decir, el nivel de las primas de riesgo exigidas por los bancos con respecto a las actividades de las empresas prestatarias. Estas primas son sorprendentemente bajas, lo que demuestra que los bancos prefieren renunciar a la concesión de crédito a cobrar una prima de riesgo. Este racionamiento comporta una selección excesiva de las empresas y quiebras prematuras: una de cada dos empresas que quiebran tiene menos de cuatro años de existencia.

### 3.2. El marco legal

Incluso si es inherente a la relación financiadores-financiados, la importancia del racionamiento del crédito tiene que ver con el marco legal. El informe explora varias soluciones al respecto. En primer lugar, la legislación sobre la usura fijaba un límite para los tipos de interés. La reforma de esta legislación por las leyes Dutreil en 2006 parece estar dando sus frutos. En segundo lugar, el derecho concursal en Francia no favorece a los acreedores, por lo que los bancos exigen unas garantías importantes en sus operaciones de crédito. Sin embargo, el porcentaje de recuperación de créditos en caso de quiebra es bastante bajo en Francia. Lo que es peor, las reestructuraciones, cuando ocurren, desembocan menos que en el Reino Unido en la supervivencia de la empresa y la preservación del empleo. A pesar de algunos avances recientes, los autores abogan por aumentar la protección de los acreedores. En particular, se refieren a la prioridad otorgada por el «super-privilegio» de la AGS (Asociación para la gestión del régimen de garantía de los deudas con los empleados). Finalmente, la última causa del racionamiento radica en la estructura competitiva del sector bancario y las entidades de crédito. Las pymes tienen a menudo un único banco, lo que puede ser reflejo del poder de mercado que ejerce la banca. Se sabe que las entidades de crédito repercuten poco el coste de sus recursos sobre el nivel de los tipos de interés aplicados. Además, los bancos reducen su margen en la concesión de créditos favoreciendo las operaciones menos arriesgadas, mientras que aumentan sus comisiones en otras operaciones. La subtarificación del riesgo debería de reducirse con la adopción de las normas prudenciales de Basilea II, que prevé hacer variar el capital mínimo exigido con el nivel de riesgo de crédito. Los autores proponen aumentar la competencia en el mercado de crédito autorizando la entrada de empresas no bancarias, correctamente reguladas y supervisadas, en este mercado. Ello afecta el arrendamiento financiero y el *factoring*, pero sobre todo el desarrollo de fondos que ofrezcan deuda *mezzanine*. Este tipo de deuda, a medio camino entre los fondos propios y la deuda bancaria, se adapta muy bien a la financiación de empresas emergentes cuyas garantías son intrínsecamente reducidas.

### 3.3. ¿Cuál debe ser el papel de la intervención pública?

El Estado tiene que adaptar la legislación para no favorecer el racionamiento del crédito a las pymes. Al mismo tiempo, la causa última de este racionamiento responde a las asimetrías de información que caracterizan la relación inversor-empresario, y que se ven exacerbadas en el caso de las pymes y de empresas en expansión. Una respuesta apropiada a estas imperfecciones consiste en adoptar unos sistemas de «préstamos garantizados», más que otorgar «préstamos bonificados» o dirigidos a ciertos colectivos. El sistema francés en la materia está coordinado por OSÉO-Garantie y va en la buena dirección. No obstante, parece que este sistema podría mejorarse aún más tarifando a un nivel algo más alto la concesión de la garantía.

Grégoire Chertok, Pierre-André de Malleray y Philippe Pouletty proponen otra solución, que consistiría en promover la emergencia de un tipo de mercado de renta fija a disposición de las pymes respaldado por deuda *mezzanine*. Un mercado de renta fija tradicional queda descartado para las empresas de tamaño medio. El desarrollo de la deuda *mezzanine* está favorecido por las operaciones de titulización, como es el caso actualmente en Alemania o en España. El Estado interviene estandarizando los vehículos para este tipo de operaciones, poniendo en marcha fondos de titulización y ofreciendo a los inversores la garantía de ciertos tramos de la deuda titulizada. OSÉO-Garantie ocuparía un lugar central en este sistema.

### 3.4. La cuestión de los plazos de pago

El importe de los saldos de acreedores comerciales representa en Francia unos 600.000 millones de euros, cuatro veces más que la deuda de las empresas con las entidades financieras. Por consiguiente, la financiación entre empresas es una cuestión crucial, y en este ámbito el debate público se centra en los plazos de pago. Francia se caracteriza por unos plazos de pago relativamente largos (66 días) y no siempre bien respetados. Según el Observatorio de plazos de pago francés, esta situación castiga más a las pymes que a las grandes empresas. Dos medidas podrían mejorar esta situación. La primera consiste en reducir los plazos de pago en la esfera pública. La segunda se refiere al desarrollo de prestaciones financieras externas a las pymes como el *factoring*. En los países del norte de Europa, estas técnicas han

permitido reducir considerablemente los plazos de pago. Los autores abogan por la deducción en el impuesto sobre sociedades de una parte de los gastos de *factoring*.

## 4. Comentarios

David Thesmar se muestra escéptico en cuanto a la existencia de un problema de financiación específico de las pymes que justifique la intervención pública. La asimetría de información entre el empresario y su inversor es sin duda más acentuada en el caso de las pymes, pero la intervención pública choca con ella más que reducirla. En este sentido, cita el impacto limitado de la ampliación que hubo en 1995 de la garantía SOFARIS sobre el nivel de empleo de las empresas implicadas.

Para **David Thesmar**, un obstáculo para el desarrollo del capital riesgo son los bajos rendimientos distribuidos a los inversores. Si, contrariamente a la idea de racionamiento del crédito, estos bajos rendimientos se deben a una falta de rentabilidad de las pymes, sería nefasto inducir a las aseguradoras a invertir más en este segmento.

David Thesmar considera que el recurso a formas híbridas de deuda (como la *mezzanine*) es una vía a explorar, que se debería haber ampliado más. Finalmente, subraya dos puntos muy interesantes del informe. Por una parte, está de acuerdo con los autores sobre la necesidad de que los acreedores hipotecarios disfruten de una mayor protección en caso de quiebra. Por otra parte, cree que el desarrollo del *factoring* sería un buen modo de reducir el capital circulante necesario.

**Philippe Trainar** cree que el análisis del informe es acertado pero considera problemáticas las propuestas que postula. En efecto, los autores no establecen de manera sólida la relación entre el peor comportamiento de las pymes y los fallos de los mercados, que justifican la intervención pública. Por consiguiente, cuestiona la eficacia de las ventajas fiscales propuestas, y en particular la redistribución de las medidas de ayuda a la I+D hacia las pymes. El fin de estas medidas, y sobre todo del crédito fiscal a la investigación, no es favorecer una categoría particular de empresas. Philippe Trainar también considera que se podría haber profundizado más en ciertos análisis del informe. Por ejemplo, la observación de una inversión insuficiente de las empresas de seguros de vida en el capital de las pymes debería matizarse.