



Universidad
Politécnica
de Cartagena



FACULTAD DE
CIENCIAS DE LA
EMPRESA

FINANCIACIÓN DE LAS PYMES ESPAÑOLAS

ANÁLISIS DESCRIPTIVO 2007-2011

María Vinaixa Pérez
AÑO 2012/2013

Director: F. Javier Sánchez Vidal

Trabajo Fin de Grado para la obtención del título de Graduada en
Administración y Dirección de Empresas

TABLA DE CONTENIDOS

1. Resumen ejecutivo.
 2. Introducción.
 3. Marco macroeconómico.
 4. Restricciones financieras en las PYMEs.
 5. Principales teorías sobre estructura de capital. Estructura de capital en las PYMEs.
 6. Análisis descriptivo.
 7. Conclusiones.
- Referencias bibliográficas.

1. RESUMEN EJECUTIVO

I. Contextualización

La situación económica-financiera recesiva europea en la que nos encontramos inmersos ha afectado de manera especialmente significativa a las pequeñas y medianas empresas, las cuales se han visto perjudicadas por un importante descenso de la demanda y por lo tanto de su actividad al igual de por las crecientes dificultades para acceder a financiación externa. Esta coyuntura está dando lugar al cierre de multitud de empresas así como a la necesidad de reestructuración de las políticas de financiación de muchas otras.

Aunque la dificultad para las PYMEs¹ de obtener crédito siempre ha existido en comparación con las grandes empresas, ésta no había resultado un problema tan severo en periodos de expansión económica. Por ello, y como consecuencia de la situación de tensión financiera en la que nos encontramos inmersos, es de interés estudiar el cambio ocasionado en la situación financiera de las PYMEs.

II. Justificación

Según el estudio anual que realiza la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana empresa, en 2012 las PYMEs suponen el 99,9% del total de empresas en España y emplean al 64% de los trabajadores, concentrándose el mayor porcentaje en microempresas y empresas de pequeña dimensión, por lo tanto se evidencia la importancia de la pequeña dimensión en el tejido empresarial español.

Ya que las PYMEs tienen gran repercusión sobre el PIB y el empleo, todo lo concerniente a cambios en su estructura financiera es de suma importancia y lo es su estudio.

¹ Se entenderá por PYME las entidades que cumplan la nueva definición de PYME contenida en la recomendación 2003/361/CE de la Comisión publicada en el *Diario Oficial de la Unión Europea* L 124, p. 36, de 20 de mayo de 2003.
Ver <http://www.ipyme.org/es-ES/CreacionEmpresas/Documents/NuevaDefinicionPyme.pdf>

III. Objetivos

El objetivo general de esta investigación es describir y analizar mediante el estudio estadístico de un panel de datos de 130.000 empresas, caracterizadas por su condición de PYMEs, cómo ha repercutido la crisis económica-financiera en la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas.

Como objetivos específicos para llevar a cabo el análisis procedemos en primer lugar a describir la situación macroeconómica global, y con especial atención al caso de España, en la que nos encontramos inmersos. Posteriormente se analizan las restricciones financieras por las que se ven afectadas las pequeñas y medianas empresas y que se ven agravadas en situaciones de recesión económica, así como las teorías financieras mediante las cuales se intenta explicar la estructura de capital de las pequeñas y medianas empresas.

IV. Revisión del estado del arte.

Debido a la importancia de las pequeñas y medianas empresas españolas en el tejido empresarial español la estructura de financiación de las PYMEs es objeto de reiterada atención en la literatura especializada.

Así Maroto (1996) estudia la estructura financiera de las PYMEs españolas para el periodo 1991-1995 concluyendo que las PYMEs españolas tienen una limitada capacidad de endeudamiento a medio y largo plazo, afrontando tipos de interés elevados para acceder a la financiación. Además evidencia que durante las fases de recesión (hasta 1993) las PYMEs se ven restringidas para ampliar su cifra de endeudamiento exigiéndoles mayores garantías y mayores tipos de interés lo que repercute directamente en el crecimiento y la supervivencia de estas.

Crespí y Martín (2011) analizan el impacto de la crisis en las empresas familiares y exponen que, aunque las empresas familiares mantienen estable su ratio deuda-capital en años de crisis, el coste financiero real de la deuda en época de crisis es mayor.

Debido a la importancia de las pequeñas y medianas empresas el Banco Central Europeo realiza encuestas a las PYMEs periódicamente desde 2009 sobre el acceso a la financiación y cómo perciben las empresas este acceso. Estas encuestas muestran que

los propios bancos reconocen que los criterios para la concesión de nuevos préstamos se han endurecido en los últimos años y que las PYMEs españolas perciben que los tipos de interés han aumentado, hecho que ha sido acompañado de un aumento de las condiciones exigidas para obtener créditos que les dificulta el acceso a ellos.

V. Metodología

Mediante un análisis estadístico de índole económico-financiero con el programa estadístico Stata y tomando una muestra de datos de panel, con datos contables de 130.000 PYMEs procedentes de la base de datos SABI, se describirá los rasgos principales y la evolución de la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas españolas para el periodo 2007-2011, así como la repercusión de la crisis económica-financiera en éstas, contrastando estos resultados con los de otros estudios realizados como el de Maroto (1996) y el de Martín y Crespí (2011) sobre la financiación externa de las empresas familiares españolas.

Para ello comentaremos, apoyados por estudios como los del Banco de España, cómo ha repercutido la situación macroeconómica en las PYMEs españolas y analizaremos cómo afectan las restricciones financieras a su estructura de capital. Consideraremos la evidencia de estudios como el de Aybar Arias et al. (2001) “La estructura financiera de las empresas innovadoras: ¿El tamaño y la edad importan?” y los resultados de las encuestas periódicas que realiza el Banco Central Europeo a las PYMES sobre el acceso a la financiación de estas.

2. INTRODUCCIÓN

Tras el colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el año 2006 estalló en 2007 la crisis de las llamadas hipotecas subprime. A partir de 2008 comenzaron a manifestarse las repercusiones de la crisis de las hipotecas subprime en el sistema financiero, que se propagó de Estados Unidos al ámbito internacional. La banca sufrió grandes pérdidas, empezó a descapitalizarse y estalló la desconfianza. Los mercados de

crédito se cerraron, lo que repercutió directamente en la economía real. Las empresas tuvieron que reestructurar sus sistemas de financiación de manera urgente.²

Según el Directorio Central de empresas (DIRCE) actualmente el número de empresas activas en España supone 3,2 millones, de las cuales aproximadamente el 99,9% de ellas son pequeñas y medianas empresas (PYMEs).^{3,4} Por lo tanto los cambios concernientes a la reestructuración financiera de las PYMEs suponen un elemento de estudio de relevante importancia.

3. MARCO MACROECONÓMICO

Los años 90 constituyen un período de crecimiento prolongado para la economía americana. La Reserva Federal redujo la tasa de interés a mínimos históricos lo que repercutió en una expansión del crédito.

El crédito fácil fomentó la especulación financiera dirigida hacia el mercado de las hipotecas inmobiliarias, concediendo hipotecas a sectores de la población con rentas bajas que solo podían acceder a créditos baratos, ya que las expectativas apuntaban a que el tipo de interés de la FED no aumentaría. Para financiar estas hipotecas se lanzaron al mercado una serie de bonos avalados por las aseguradoras de crédito.

La explosión del endeudamiento de los hogares contribuyó a la subida de la inflación lo que repercutió en un incremento del interés por parte de la Reserva Federal. Las hipotecas subprime con interés variable concedidas a sectores con dificultades de pago comenzaron a ser impagadas lo que conllevó a un desplome de los bonos asociados a estas hipotecas.

Víctima de las hipotecas basura, Lehman Brothers quebró en septiembre de 2008, lo que desató un efecto contagio. La mayor parte del sistema financiero de EE.UU. y Europa estaba contaminado por créditos de alto riesgo. El desequilibrio y la falta de solvencia de muchas entidades financieras llevaron a la reducción drástica del crédito.

² Torres López, J. y Garzón Espinosa, A.(2010) La crisis de las hipotecas basura. ¿Por qué se cayó todo y no se ha hundido nada? Ediciones Sequitur. Madrid.

³ Instituto Nacional de Estadística.(agosto 2012) Directorio Central de empresas a 1 de Enero de 2012. Notas de prensa.

⁴Dirección General de Industria y de la Pyme. Retrato de las Pyme 2012.

La crisis financiera que se extendía por todo el mundo acentuó las consecuencias de la crisis económica-financiera española, pero el detonante de la recesión Española fue el estallido de la burbuja inmobiliaria. El periodo de “dinero fácil” tuvo una repercusión mayor en España que en otros países puesto que la construcción suponía su actividad principal y condujo a un aumento desproporcionado del crédito ligado a este sector.

Este sobreendeudamiento obligó a la banca española a recurrir a financiación internacional para poder satisfacer la creciente demanda de préstamos solicitados. La reducción del flujo de crédito de los mercados externos influyó directamente en el sistema financiero español que dependía de financiación exterior, lo que influyó en la explosión de la burbuja inmobiliaria española.

Los efectos de la crisis económica-financiera y las tensiones en los mercados financieros originaron una oleada de procesos de reestructuración e integración de las entidades de crédito impulsados por el FROB.⁵ Este movimiento se vio reforzado con la reforma de la ley de cajas y con los requisitos de consolidación del capital establecidos en el RDL 2/2011 de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero^{6,7}

Las drásticas reformas sufridas en el sistema financiero incidieron con intensidad en un endurecimiento, para los distintos sectores, de las condiciones para acceder a la financiación^{8,9}

Así, el IAC¹⁰ considera que la excesiva asunción de riesgo por parte de las entidades bancarias, que contribuyó al desencadenamiento de la crisis, ha generado una situación

⁵ El Fondo de reestructuración ordenada bancaria es un fondo creado en España como consecuencia de la crisis financiera de 2008. Su objeto principal es gestionar los procesos de reestructuración de entidades de crédito.

⁶ El Real Decreto –ley 2/2011 de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero tiene por objeto “facilitar el acceso a la financiación de las entidades de crédito, salvaguardar la estabilidad del sistema, fomentar su reestructuración y eficiencia y velar por la adecuada canalización del crédito hacia la economía real”.

⁷ El Real Decreto –ley 2/2011 de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero establece un mínimo de capital principal del 8%, siendo del 10% para aquellas entidades con las características previstas en dicha ley.

⁸ Informe anual del banco de España 2012. Epígrafe 5: La economía española.

⁹ Ver anexo 1. Gráfico. Financiación de los sectores residentes no financieros.

¹⁰ Informe anual de autoevaluación del capital.

generalizada de debilidad en el sector crediticio, que se traduce en una restricción del crédito para hogares y empresas.¹¹

En este contexto de tensiones financieras, las entidades de crédito han trasladado a la financiación del sector privado no financiero las mayores dificultades a las que se enfrentan para la captación de fondos en los mercados mayoristas. Dicha traslación parece haberse producido tanto por la vía de un mayor coste de los préstamos como por la de descensos en la oferta crediticia.¹²

Tras un período de fuerte crecimiento de la actividad bancaria, el sistema financiero alcanza un tamaño excesivo e insostenible y como dijo Charles Augustin Sainte “el que abusa de un líquido no se mantiene mucho tiempo sólido”.¹³

4. RESTRICCIONES FINANCIERAS EN LAS PYMES

Entendemos por restricciones financieras la situación por la cual los acreedores, ante potenciales problemas de costes de agencia, y ante una situación de información asimétrica, deciden no prestar o hacerlo sólo parcialmente.¹⁴ Diversos autores ponen de manifiesto que las restricciones financieras es más probable que afecten a las empresas de menor dimensión. Así, Aybar Arias et al. (2001), Remmers et al. (1975), Scott y Martin (1976) y Ferri y Jones (1979), reiteran que la influencia entre el tamaño y la tasa de endeudamiento es positiva, debido principalmente a que las empresas de mayor tamaño presentan menor riesgo empresarial y mejor acceso a los mercados de crédito. Resaltan que los resultados de estudios realizados constatan la relación positiva entre tamaño y endeudamiento pero señalan que en periodos de auge económico incluso las empresas de una reducida dimensión e importancia ven crecer su ratio de endeudamiento.

Klein y Belt (1993) por su parte hacen referencia a la repercusión de las asimetrías informativas en la captación de financiación de las empresas y concluyen que las

¹¹ Banco de España. El informe anual de crecimiento 2012 y el semestre Europeo. Boletín Económico, 2012.

¹² Informe anual del Banco de España 2012. Epígrafe 6: La evolución financiera en España.

¹³ Frase Célebre. Charles Augustin Sainte-Beuve fue un crítico y escritor francés del siglo XIX.

¹⁴ Aunque el siguiente epígrafe habla de la estructura de capital de las empresas, se ha preferido hablar de las restricciones financieras (que evidentemente también tienen que ver con la estructura de capital) en otro epígrafe por separado. Se incluye este epígrafe antes del de estructura de capital para resaltar su importancia en las circunstancias actuales.

empresas más grandes presentan menores asimetrías informativas lo que repercute positivamente en una mayor facilidad para conseguir financiación externa.

Así la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) en diversos artículos de estudios realizados reitera que las PYMES experimentan condiciones más severas, con respecto de las grandes empresas, en los créditos en cuanto a plazos de devolución más cortos, tasas de intereses exigidas más elevadas y una mayor demanda de activos de garantía.

No es de extrañar que tanto en las encuestas realizadas por el Banco Central Europeo (2009-2013) sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas y el trabajo de Maudos (2012) sobre ellas, se manifieste que el acceso a la financiación es uno de los problemas que más preocupan a las empresas.¹⁵ Los resultados de las encuestas sostienen que la contracción crediticia, credit crunch, es cada vez más severa y que las PYMEs españolas son las que están sufriendo con mayor intensidad las restricciones del crédito bancario.

Así aunque la disponibilidad de financiación depende de varios factores, algunos relacionados con la situación económica en general y otros con la situación de la empresa en particular, las encuestas realizadas por el Banco Central Europeo revelan que son las PYMEs españolas las que perciben que los bancos están menos dispuestos a dar crédito justificando una apreciación de la subida de los tipos de interés, de otros costes de financiación y de exigencias de mayores garantías, así como una disminución de la cantidad disponible de préstamo o línea de crédito y en el vencimiento.

La influencia de factores macroeconómicos que pueden exacerbar el problema de restricciones financieras ha sido evidenciado en diversos estudios como por ejemplo en el Informe anual del Banco de España de 2012, el Informe anual de autoevaluación del capital (Banco de España, 2008) y el trabajo de Korajczyk and Levy (2001) y concluyen que las condiciones macroeconómicas afectan a la estructura de capital de las empresas. Sin perjuicio a los problemas coyunturales de la situación recesiva actual de la economía, las pequeñas y medianas empresas además se ven afectadas para obtener financiación por problemas estructurales debidos a su mera condición de PYME, si bien el ciclo económico ahonda directamente en estos últimos.

Se pone de manifiesto que la situación de credit crunch no ha remitido y alcanza su mayor intensidad en la actualidad. Así, según el Instituto Nacional de Estadística en su

¹⁵ Ver Anexo 2.

Estadística de hipotecas de Junio de 2013, el número de hipotecas constituidas sobre viviendas es un 42,2% inferior a las de Junio del año anterior, generando un drástico deterioro de las expectativas futuras.

Concluyendo se observa como las encuestas del Banco Central Europeo sobre el acceso de las PYMEs a la financiación muestran que las restricciones que están sufriendo las PYMEs españolas están acentuándose en la actualidad.

5. PRINCIPALES TEORIAS SOBRE ESTRUCTURA DE CAPITAL. ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LAS PYMES.

Referente a los estudios sobre endeudamiento y estructura de capital en general, existen diversas teorías financieras que intentan interpretar las decisiones en cuanto a estructura financiera que toman las empresas, y cuyas implicaciones pueden variar al ser aplicada al ámbito de las PYMEs.

Las principales teorías que intentan explicar el comportamiento financiero de las empresas son la Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order Theory) y de la Teoría del Equilibrio Estático (Trade-off Theory).

Myers y Majluf (1984) exponen su teoría del Pecking Order, que sostiene que las empresas tienen un orden de prioridad en el momento de decidir cómo financiar sus inversiones. Esta jerarquía consiste básicamente en que las empresas optan en primer lugar por la financiación interna dentro de la cual los beneficios retenidos son la primera de las fuentes de financiación seleccionadas debido a que no están influidos por la asimetría de la información, en segundo lugar optan por la deuda y en última instancia por la ampliación de capital. La argumentación de este enfoque es la infravaloración del valor de la empresa por los agentes externos a ésta como consecuencia del desconocimiento de la situación actual de la empresa (información asimétrica) y de sus perspectivas futuras. Esta infravaloración afectaría también a la emisión de deuda.

Estudios empíricos como el de Sánchez Vidal y Martín Ugedo (2005) evidencian que las pequeñas y medianas empresas siguen las predicciones jerárquicas lo cual fundamentan, aparte de por un problema de información asimétrica, por una posible brecha financiera, debido a que el comportamiento restrictivo del crédito se ha visto más acentuado en las operaciones de financiación a PYMEs, y por la motivación de mantener el control. Es decir, que para las pequeñas y medianas empresas es de esperar un comportamiento más jerárquico incluso que para las grandes empresas.

En la línea de la información asimétrica está la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976). Esta teoría se centra en los tipos de relaciones de agencia directiva, entre gerentes y propietarios, y las relaciones de agencia de endeudamiento, entre propietarios y acreedores. Estas relaciones generan costes de agencia como consecuencia del posible perjuicio que puede sufrir el propietario por el gerente o el acreedor por el propietario por sus posibles actuaciones.

En cuanto a la teoría del Trade-off, Myers (1984) manifiesta que esta teoría sugiere que la estructura financiera óptima de las empresas es el resultado del equilibrio entre los costes y los beneficios derivados de la deuda. Por un lado un mayor nivel de endeudamiento lleva consigo una mayor probabilidad de insolvencia así como unos intereses ligados al volumen de deuda, aunque por otro las deducciones fiscales de los intereses hacen en la mayoría de las ocasiones atractivo el endeudamiento.

El nivel de apalancamiento de las pequeñas y medianas empresas tiende a ser reducido ya que, de acuerdo con lo que postula Ang (1991 y 1992), las PYMEs soportan tasas fiscales menores con lo cual la cantidad de impuestos pagados es menor, además se le añade la mayor posibilidad de quiebra que les caracteriza lo que incrementa el riesgo de la deuda. Por lo tanto el incentivo fiscal al endeudamiento es reducido y los costes de quiebra altos lo que debería incidir en una menor nivel de endeudamiento.

Remmers et al, (1975); Scott y Martin, (1976); Ferri y Jones, (1979); Klein y Belt, (1993) corroboraban los problemas de acceso a la financiación de las PYMEs por sus características de ámbito interno. Por lo testado por diversos estudios se puede verificar como las pequeñas y medianas empresas, influidas por la información asimétrica y por su condición de PYME, lo que conlleva mayores dificultades de acceso a la financiación, presentan una mayor limitación al crédito y por lo tanto una mayor dependencia de los recursos propios en su estructura de capital.

6. ANALISIS DESCRIPTIVO

Para llevar a cabo el análisis descriptivo de la evolución de la financiación de las PYMEs en el periodo 2007-2011 se somete a la muestra a un análisis estadístico centrado en un estudio de diferencia de medias para muestras relacionadas, en el cual se toma como base una muestra de 130.000 empresas catalogadas como PYMEs obtenidas de la base de datos SABI. Para seleccionar la muestra restringimos la búsqueda a

empresas que cumplan la definición de PYME contenida en la recomendación de la Comisión publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea (2003). En primer lugar se ordena a la plataforma de datos SABI que localice aquellas empresas cuyo importe neto de la cifra de negocios sea igual o inferior a 50 millones de euros, así como que estas no posean más de 250 empleados. Así para mayor veracidad de los datos analizados se seleccionan aquellas empresas las cuales en el periodo estudiado obtengan un volumen de negocio superior a cero, es decir, se tendrán en cuenta aquellas empresas que hayan tenido actividad en todo el periodo temporal analizado, y se crea un ratio propio de desagregación que garantice que la suma de las partidas desagregadas del pasivo corriente sean igual a la cifra global del mismo apartado que consta en SABI.

Una vez localizados los Balances de Situación y las Cuentas de Pérdidas y Ganancias de la muestra seleccionada se crean ratios de interés para su posterior análisis en el programa estadístico Stata.

Los ratios creados¹⁶ están relacionados con el objeto de estudio del análisis empírico por lo que se presta especial interés a las partidas integradas en la estructura financiera de las empresas especialmente al análisis de la evolución de la autonomía financiera y del grado de endeudamiento (medido de diferentes maneras) así como de los gastos financieros.

En aras de la comparabilidad, todas las variables están escaladas, es decir, relativizadas y aquellas que se presentan en diferencias se construyen con respecto al valor del año anterior y escalado por éste.

A partir de la muestra inicial de datos de panel y generando los ratios creados en el programa estadístico Stata se ha realizado un análisis de diferencia de medias de los distintos ratios y una prueba ANOVA, para comprobar si las medias para cada año son estadísticamente distintas y significativas.

Una prueba ANOVA es equivalente a una prueba t de diferencia de medias pero se utiliza porque la variable dependiente es continua mientras que la variable independiente posee más de dos categorías. En una ANOVA la prueba F sirve para probar la hipótesis nula de que las medias de la variable dependiente no son diferentes. Cuanto mayor sea el valor de F menor es la probabilidad de aceptar la hipótesis nula.

La matriz de datos original fue sometida a depuración y eliminación de aquellos registros que presentaban defectos, carencias graves de información o valores extremos

¹⁶Véase Anexo 3. Ratios creados para Stata.

detectados, así como a una winsorización acotada a los percentiles p(5) y p(95) de las variables cash flows, inversión en inmovilizado material e intangible, gastos financieros y cobertura.

Con los datos obtenidos se procede al cálculo de las medias de las variables y las desviaciones típicas, obteniendo una tabla estadísticamente descriptiva de la muestra, la cual se analiza de manera detallada desglosando las diferentes variables creadas y describiendo su evolución.

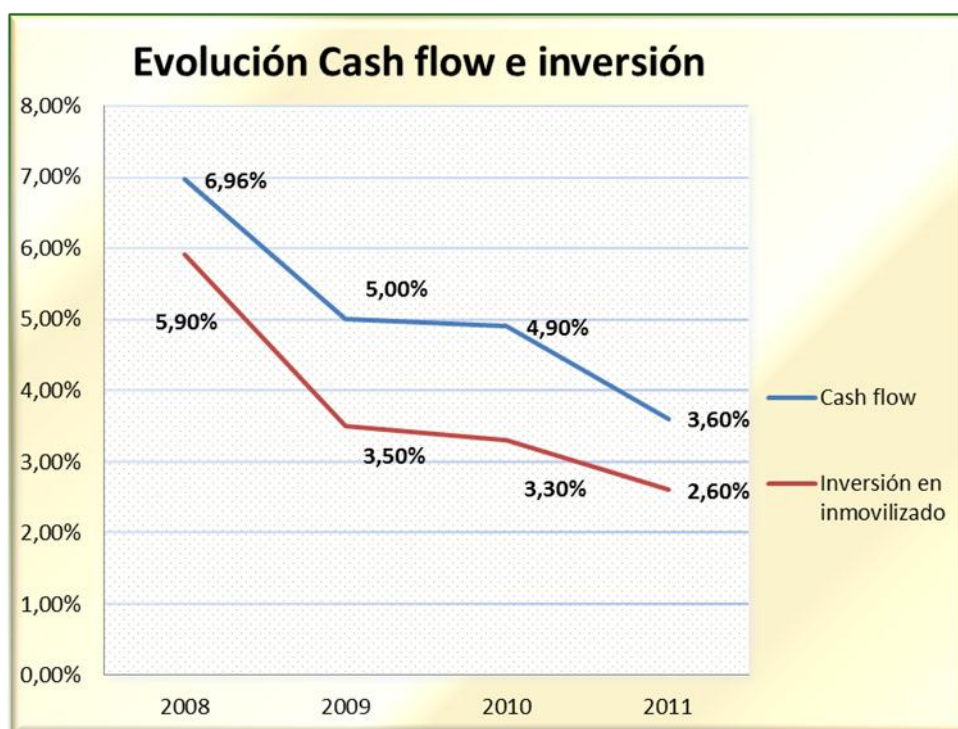
TABLA 1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

	Observaciones	Media	Desv. típica	Mínimo	Máximo
Fondos propios	506436	0,369	0,253	0,000	1,000
Recursos ajenos	506436	0,630	0,235	0,000	1,000
Endeudamiento con coste	506436	0,301	0,239	0,000	1,000
Endeudamiento con coste a l/p	506436	0,252	0,219	0,000	0,997
Endeudamiento con coste a c/p	506436	0,051	0,150	0,000	0,998
Créditos de proveedores	506436	0,331	0,229	0,000	0,998
Gastos financieros	506436	0,067	0,044	0,017	0,147
Cobertura de intereses	506436	2,729	3,375	-1,333	8,926
Cash flow	391362	0,052	0,109	-0,801	0,944
Inversión invm. mat e intang.	391362	0,039	0,180	-0,991	5,066

En la figura 1 se presentan la evolución de las medias de la variable Cash flows y la variable inversiones. Podemos evidenciar mediante la Tabla 2 y el análisis del gráfico como la desaceleración de la economía española ha afectado directamente sobre los cash flows de las PYMES.

TABLA 2: Medias para la variable cash flow e inversión para cada año, diferencias de medias de los años tomados de dos en dos consecutivamente y la F Anova.				
	2008	2009	2010	2011
Medias de cash flow	0.0696	0.0500	0.0490	0.0360
t de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior de cash flow		-8.82***	-7.06***	-11.43***
F de la Anova de cash flow				159.37***
Medias de inversión	0.0590	0.0350	0.0330	0.0260
T de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior de inversión		-11.67***	-8.99***	-13.43***
F de la Anova de inversión				1345.56***

Fig. 1 Evolución Cash flow e inversión sobre el total activo.



El deterioro de las cuentas ha repercutido negativamente sobre la inversión. Se evidencia como estas dos variables, cash flow e inversión, corren en paralelo. A simple vista parece que las inversiones dependen de los cash flows generados, tal y como argumentan Farazzi, Hubbard y Petersen (1987), que ocurre en las empresas muy restringidas financieramente. Parece que la evidencia está en consonancia con la de Maroto (1996) que muestra que las PYMEs ven reducido su crecimiento en épocas de recesión, por las mayores restricciones financieras.

Observamos que en el periodo analizado 2007-2011 la variable fondos propios (Figura 2 en la que visualizamos la evolución de la variable fondos propios en los distintos años del tramo analizado) creada como el cociente de los fondos propios entre el total activo representa el 36,92% del total del activo manifestándose así que el porcentaje de autonomía financiera de las PYMES para el total del periodo analizado es favorable¹⁷, aunque constatamos que el total de los recursos ajenos (el inverso de los fondos propios) sigue teniendo un papel preponderante en la parte derecha del balance.

En el periodo analizado se observa una capitalización de las empresas, aumentando la importancia de los fondos propios sobre el total activo. La prueba ANOVA certifica que las medias para los distintos años son estadísticamente distintas y mediante la prueba t testamos como el valor de la diferencia de medias es diferente para cada año con respecto al anterior con un nivel de confianza del 99%¹⁸. Por lo que podemos asegurar que en el periodo 2007-2011 las PYMES han manifestado una capitalización aumentando significativamente su nivel fondos propios año tras año en el periodo analizado. Se confirma la reestructuración de la estructura de capital de las PYMES ganando importancia los fondos propios.

Se confirma que la percepción puesta de manifiesto en la encuesta del Banco Central Europeo (2012) sobre el hecho de que los bancos están dispuestos a dar menos crédito es acompañada de una reducción del total de recursos ajenos.

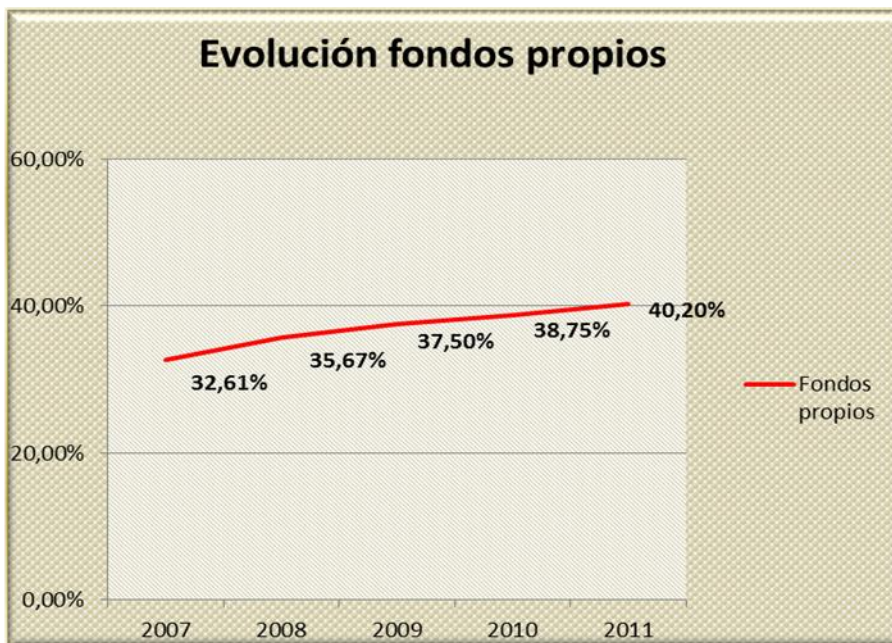
¹⁷ Para considerar si un porcentaje es favorable es indispensable tener información del sector donde se ubica la empresa y de las condiciones macroeconómicas. En este caso nos guiaremos por los porcentajes estimados como generales obtenidos del Diagnóstico Económico y financiero realizado por el Dpto. de Economía financiera y Contabilidad de la Upct.

¹⁸ Representado en las tablas como ***

TABLA 3: Medias para la variable fondos propios para cada año, diferencias de medias de los años tomados de dos en dos consecutivamente y la F Anova.

	2007	2008	2009	2010	2011
Medias	0.3261	0.3567	0.3750	0.3875	0.4020
t de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior		28.42***	16.51***	11.06***	12.43***
F de la Anova					1359.37***

Fig.2 Variación Fondos Propios / Total Activo



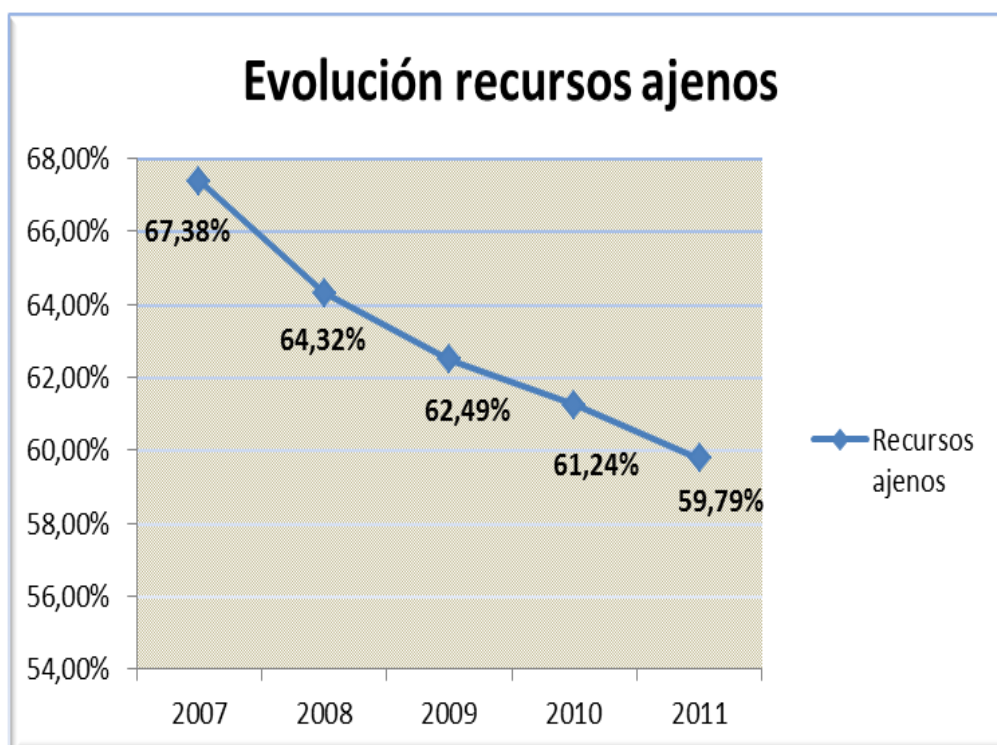
En la figura 3 y Tabla 4 observamos como el endeudamiento pierde importancia periodo tras periodo, constatado por la Prueba ANOVA y la t de Student. El importante descenso del pasivo total de las PYMES verifica la teoría del Pecking Order por lo que las empresas tienen un orden de prioridad para financiar sus inversiones y en las que se decantan como primera opción por los fondos propios. Se ve constatado en los resultados del análisis esta preferencia agravada por las restricciones financieras a las que se ven sometidas las pequeñas y medianas empresas tanto por su condición de PYMES como por la situación macroeconomía de recesión.

TABLA 4: Medias para la variable recursos ajenos para cada año, diferencias de medias de los años tomados de dos en dos consecutivamente y la F Anova.

	2007	2008	2009	2010	2011
Medias	0.6738	0.6432	0.6249	0.6124	0.5979
t de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior		-28.43***	-16.52***	-11.06***	-12.45***
F de la Anova					1360.92***

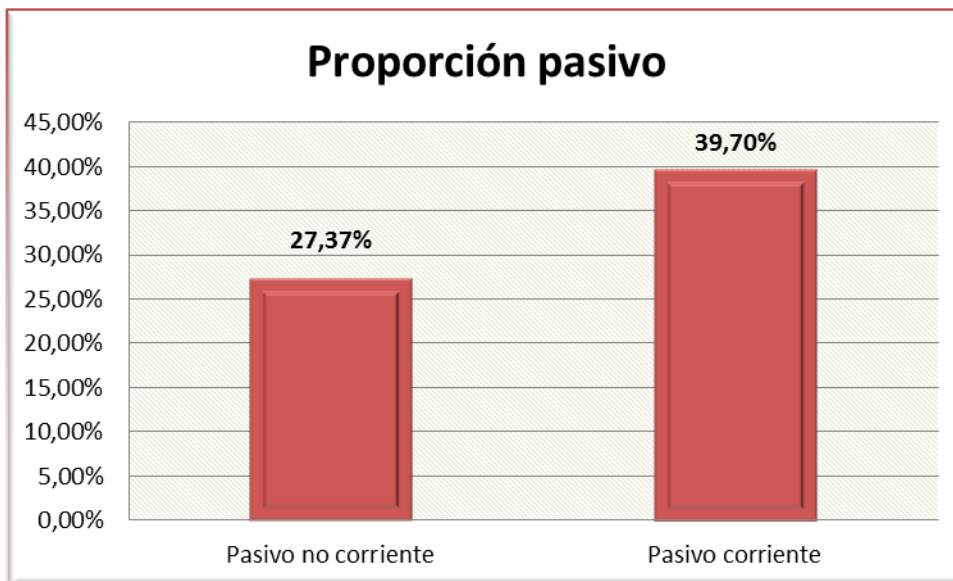
Se evidencia el credit crunch por el que se ven afectadas las PYMES en el periodo de recesión en el que nos hayamos inmersos consecuencia del mayor requerimiento de garantías y causa de la asimetría informativa que caracteriza a las PYMES. Se verifica asimismo como en periodos de recesión económica el ratio de endeudamiento decrece, como constatan Mata y Machado (1996).

Fig. 3 Variación Recursos ajenos / Total activo



Analizando de manera detallada las partidas de pasivo de las empresas se evidencia en la figura 4 que el pasivo corriente supone una mayor importancia en la estructura financiera de la empresa frente al pasivo no corriente, así podemos verificar de acuerdo con los distintos estudios realizados por la OCDE, que las pequeñas y medianas empresas por su condición de PYMES les supone más difícil acceder a una deuda a largo plazo.

Fig. 4. Proporción pasivo sobre el total activo



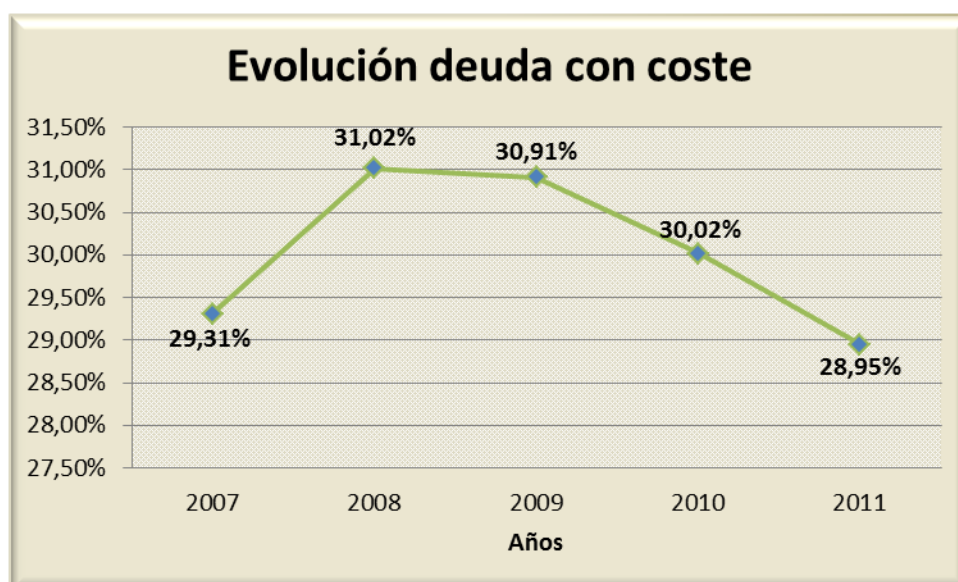
Desagregando las partidas del Pasivo No corriente y del Pasivo corriente podemos analizar que comportamiento ha tenido la deuda con coste en este periodo.

En la Tabla 5 y en la Figura 5 vemos la evolución de la deuda con coste sobre el total activo. Observamos cómo la deuda con coste incrementa su importancia hasta 2009 para luego descender gradualmente a partir de éste. La crisis española fue reconocida a finales de 2008 y fue en este momento cuando el sistema financiero empezó a imponer medidas más severas y restringir el crédito, que es lo que parece que evidencia el gráfico a partir del 2008. Hay que matizar que en el periodo 2008-2009 la prueba t no verifica que la disminución del porcentaje de la deuda con coste para este periodo no es significativa.

TABLA 5: Medias para la variable deuda con coste para cada año, diferencias de medias de los años tomados de dos en dos consecutivamente y la F Anova.

	2007	2008	2009	2010	2011
Medias	0.2931	0.3102	0.3091	0.3002	0.2895
t de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior		35.02***	-1.69	-8.65***	-10.3***
F de la Anova					2557.92***

Fig. 5 Evolución deuda con coste sobre el total activo.

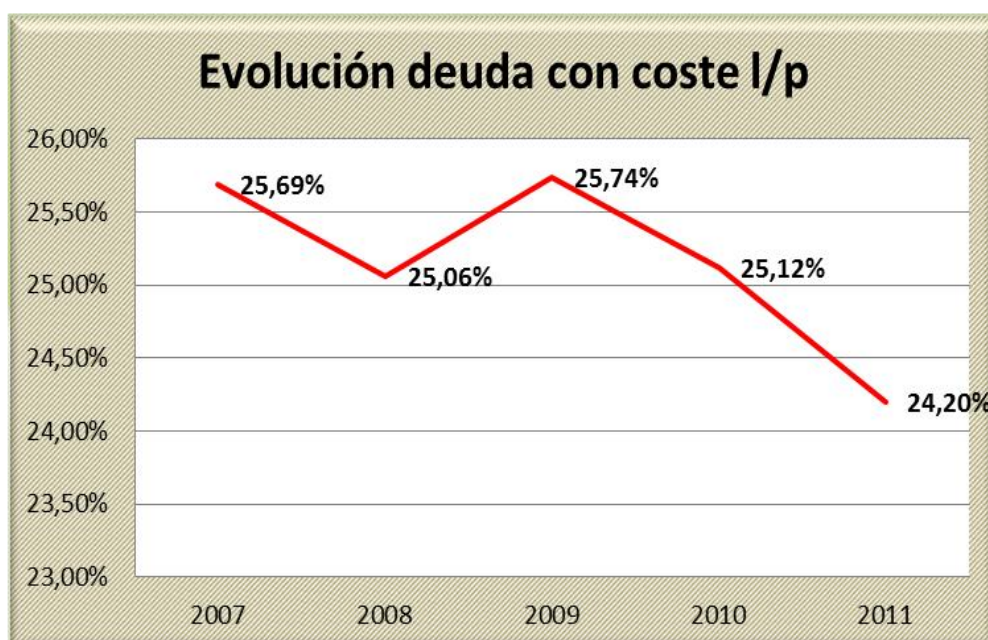


La deuda a largo plazo con entidades de crédito, como se observa en la tabla 6 y la figura 6, manifiesta un descenso continuado, aunque de 2007 a 2008 se produce una subida estadísticamente significativa que se podría explicar, apoyados en la evidencia suministrada por diversos estudios como los de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como consecuencia de las medidas adoptadas por el Eurosistema y de los indicios de “brotes verdes” o una cierta expansión de la economía que posteriormente se truncó y que se vio asociada después con una caída del crédito bancario.

TABLA 6: Medias para la variable deuda con coste a largo plazo para cada año, diferencias de medias de los años tomados de dos en dos consecutivamente y la F Anova.

	2007	2008	2009	2010	2011
Medias	0.2569	0.2506	0.2574	0.2512	0.2420
t de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior		-6.47***	6.98***	-6.38***	-9.04***
F de la Anova					77.51***

Fig.6 Evolución deuda con coste l/p sobre el total activo



El pasivo corriente por su parte está compuesto mayoritariamente por acreedores comerciales (Tabla 7 y Figura 7), suponiendo la deuda a corto plazo una escasa parte de esta partida. Se observa en la tabla 1 que la variable de crédito de proveedores supone el 33,10%, como media de todo el periodo analizado, frente al 5,11% que supone la deuda con coste a c/p.

Las limitaciones de las pequeñas y medianas empresas para acceder a la financiación hacen considerar el crédito comercial como una oportunidad para obtener recursos sin

un coste monetario explícito, haciéndose patente, por ello, la importancia porcentual (si bien decreciente) de esta partida sobre la estructura financiera de las PYMES.

TABLA 7: Medias para la variable crédito de proveedores para cada año, diferencias de medias de los años tomados de dos en dos consecutivamente y la F Anova.

	2007	2008	2009	2010	2011
Medias	0.4059	0.3269	0.3096	0.3061	0.3022
t de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior		-77.07***	-11.61***	-3.60***	-3.96***
F de la Anova					3716.5***

Fig.7 Evolución del crédito de proveedores sobre el total activo



Se aprecia como el crédito comercial manifiesta un comportamiento procíclico. Se evidencia como la asimetría informativa por las que se caracterizan las PYMES afecta directamente al crédito comercial, por lo que en periodos de recesión económica como el analizado se reduce de manera significativa esta partida debido a que los proveedores reducen el crédito por considerar que pueden suponer un coste elevado de agencia debido a la falta de confianza de los pagos ocasionada por la situación de recesión económica y por la falta de información sobre la situación real de sus clientes.

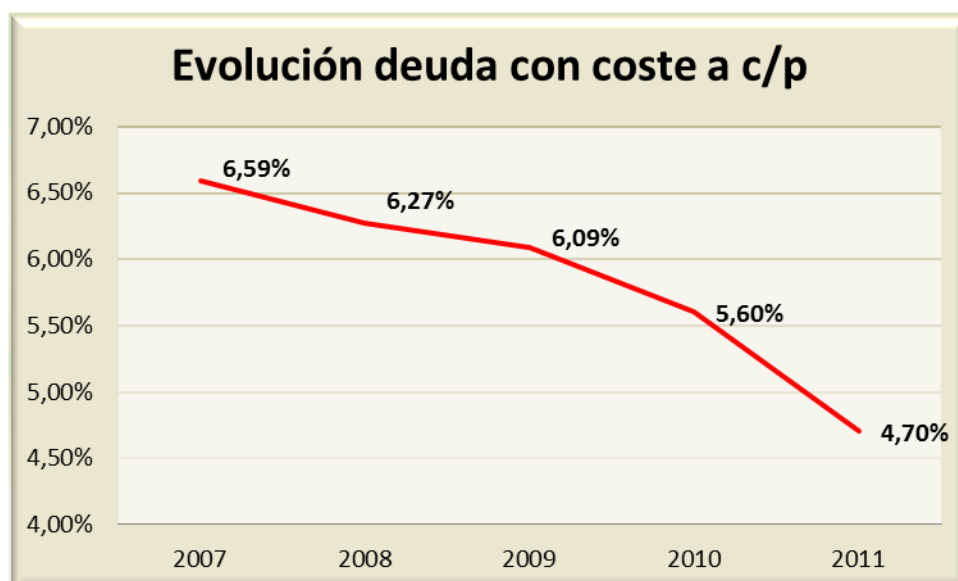
La caída del crédito de proveedores es la mayor causante de la caída del total de recursos ajenos y la falta de financiación por parte de los proveedores explica la

necesidad de recapitalización que se pone de manifiesto por la evolución de los fondos propios durante el periodo analizado tal y como observamos en la Figura 2.

La deuda a corto plazo con entidades de crédito, como podemos observar en la tabla 8 y la figura 8, manifiesta el mismo comportamiento que el crédito de proveedores. Aunque su importancia en el pasivo corriente de las PYMES es significativamente menor que la del crédito a proveedores es de interés analizar su evolución para así poder concluir como están las PYMES reestructurando su estructura de capital. Estas deudas financieras a corto plazo están constituidas frecuentemente por pólizas de crédito y esta evolución evidencia el cierre del grifo de estas líneas por parte de las entidades financieras.

TABLA 8: Medias para la variable deuda con coste a corto plazo para cada año, diferencias de medias de los años tomados de dos en dos consecutivamente y la F Anova.					
	2007	2008	2009	2010	2011
Medias	0.0659	0.0627	0.0609	0.056	0.047
t de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior		-20.19***	-16.51***	-6.38***	-9.04***
F de la Anova					469.05***

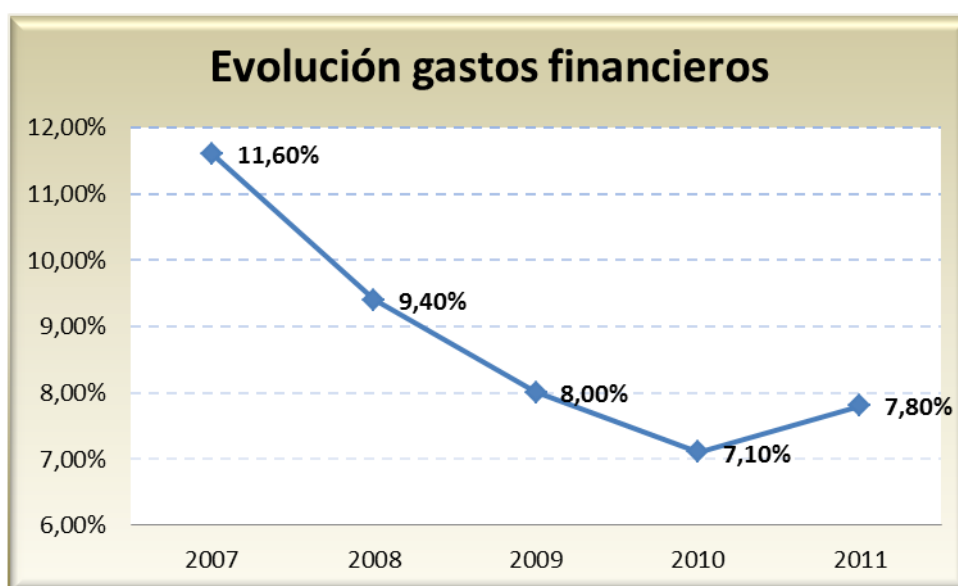
Fig.8 Evolución de la deuda con coste a c/p sobre el total activo



Para mayor profundidad del estudio empírico analizamos la evolución de los gastos financieros sobre la deuda con coste explícito con la Tabla 9 y la Figura 9.

TABLA 9: Medias para la variable gastos financieros para cada año, diferencias de medias de los años tomados de dos en dos consecutivamente y la F Anova.					
	2007	2008	2009	2010	2011
Medias	0.116	0.094	0.080	0.071	0.078
t de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior		-35.04***	-3.63***	-3.79***	-5.63***
F de la Anova					1979.9***

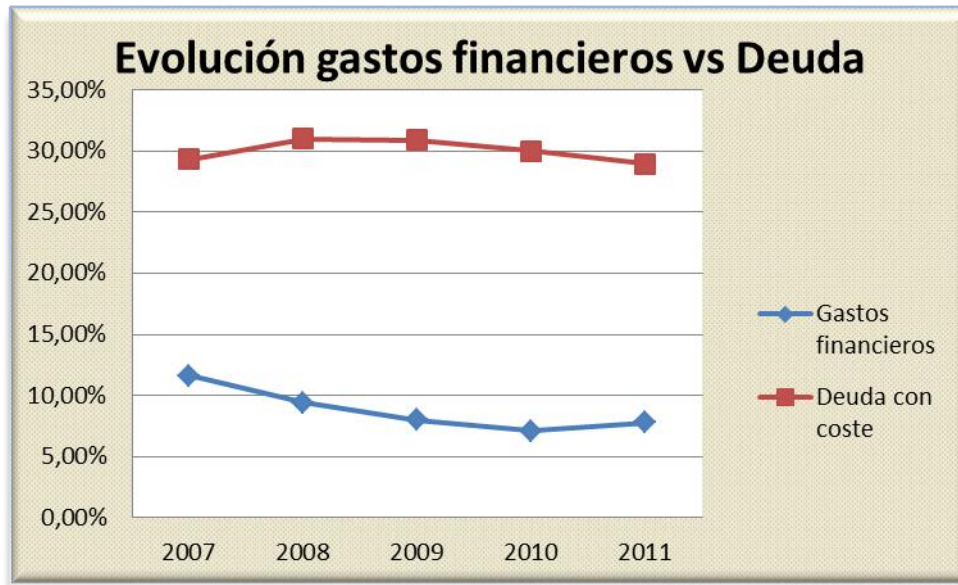
Fig.9 Evolución gastos financieros sobre total activo



Era de esperar que la bajada de los tipos de interés desde 2007 acompañado de la reducción en la concesión de deuda con coste diese lugar a una disminución de los gastos financieros. No obstante, también observamos como a partir de 2010 vuelve a producirse una subida de los gastos financieros consecuencia de las mayores exigencias atribuidas a la concesión de créditos consecuencia de la asimetría informativa agravada por la situación de recesión en la que nos hayamos inmersos. En este sentido esta evidencia para el 2011 coincide con los resultados de Crespi y Martín (2011) cuando analizan el impacto de la crisis en las empresas familiares y en los que se evidencia que el coste financiero real de la deuda en época de crisis es mayor.

Cabe destacar que aunque la evolución de los gastos financieros sobre la deuda con coste es decreciente hasta 2010 supone un alto porcentaje sobre el total de la deuda con coste debido ello a la mayor prima de riesgo inherente a la reducida dimensión de las empresas analizadas.

Fig.10 Evolución gastos financieros en comparación con la deuda con coste sobre el total activo

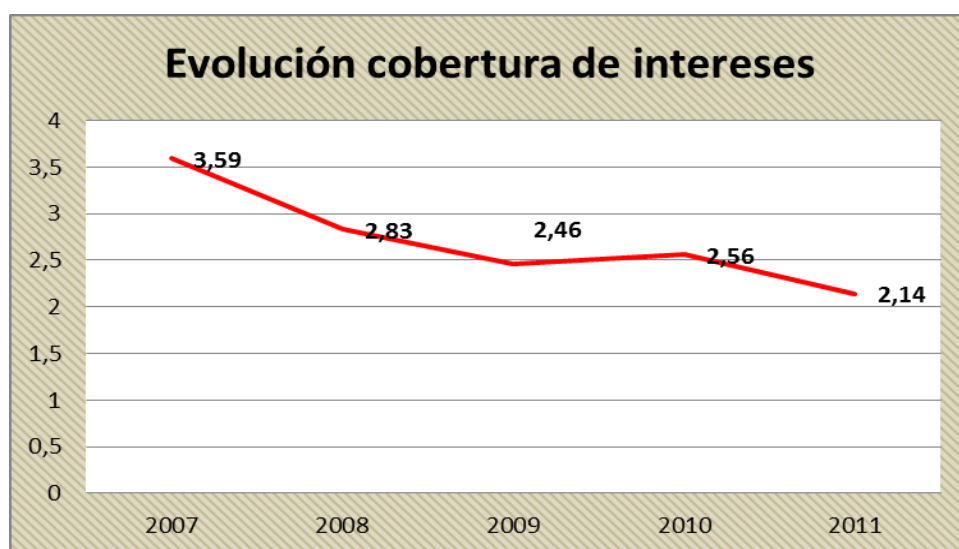


Analizando la cobertura de los gastos financieros (Figura 11 y la Tabla 10) observamos cómo se evidencia una evolución negativa, por lo que las PYMES presentan una mayor dificultad para hacer frente a los intereses generados por la deuda consecuencia del menor beneficio obtenido, con lo cual su solvencia se deteriora. Quizás esto es la explicación al aumento de los gastos financieros en el último año, como se constata en la Figura 10.

TABLA 10: Medias para la variable cobertura para cada año, diferencias de medias de los años tomados de dos en dos consecutivamente y la F Anova.

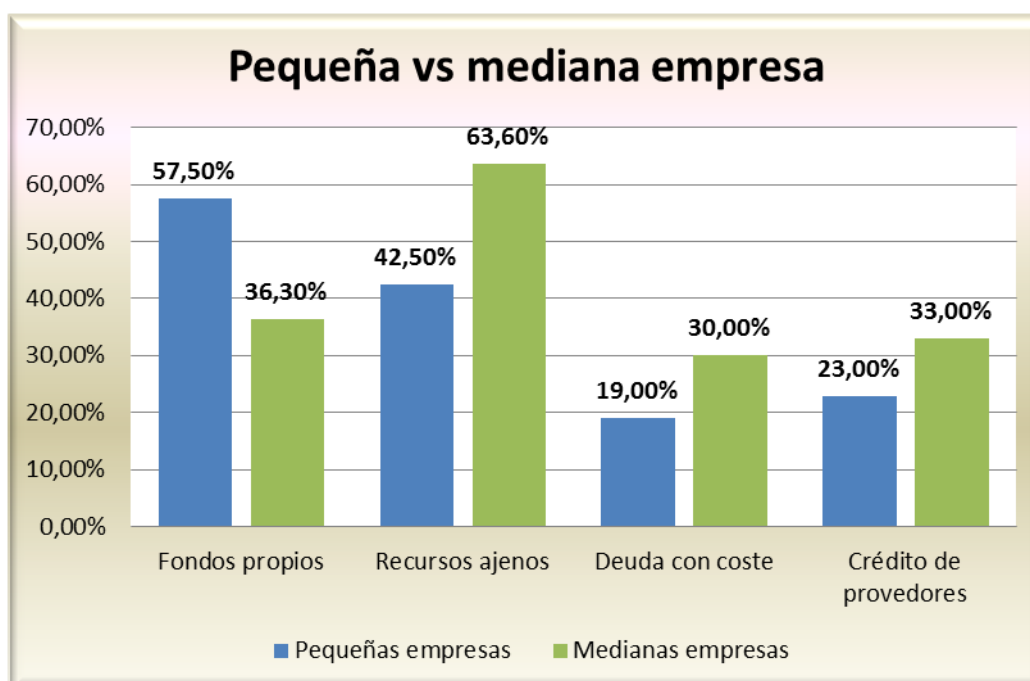
	2007	2008	2009	2010	2011
Medias	3.59	2.83	2.46	2.56	2.14
t de la diferencia de medias de ese año con respecto al anterior		-25.04***	-13.63***	-9.98***	-7.73***
F de la Anova					979.9***

Fig.11 Evolución cobertura sobre gastos financieros



Con el análisis expuesto se evidencia que la estructura de capital de las PYMEs está sufriendo una reestructuración. Los recursos ajenos experimentan una caída en el periodo analizado consecuencia de las mayores restricciones financieras impuestas por la situación económica actual y que se acentúan por tratarse de PYMEs, las cuales tienen un mayor problema de asimetría informativa que genera una mayor incertidumbre para los acreedores. Así observamos como gana importancia la financiación por medio de recursos propios.

Como podemos ver en la figura 12 y de acuerdo con Aybar (2001) la relación entre el tamaño y la tasa de endeudamiento es positiva debido al mayor riesgo que presentan las empresas de menor tamaño, las cuales son las que presentan mayores dificultades para el acceso al crédito y en las que repercute de manera más severa las restricciones financieras

Fig. 12. Comparativa estructura de capital de pequeñas y medianas empresas.

7. CONCLUSIONES

El estudio de las estructuras de financiación de las PYMEs es siempre una cuestión de interés, dado que las PYMEs son las mayores generadoras de empleo en España. Este estudio se revela particularmente interesante dado que las restricciones financieras afectan en mayor medida a este tipo de empresas, y más en el entorno desfavorable causado por la recesión económica en el que nos encontramos. Las inversiones de las PYMEs están condicionadas por los cash flows generados cada año y en cuanto a la financiación externa, por la disponibilidad de crédito comercial y de la financiación bancaria. Los recursos proporcionados por estos fondos condicionan su estructura financiera y su escasez se agudiza con las restricciones financieras consecuencia de la asimetría informativa y el tamaño, lo que probablemente condiciona el crecimiento de las compañías, ya que las ventas futuras de las mismas suelen depender de las inversiones actuales.

Los rasgos estructurales de la financiación de las PYMEs muestran un elevado peso de la financiación a corto plazo (39,70%) y se evidencia una gran dependencia de las

PYMEs con respecto al crédito de proveedores el cual se muestra claramente deteriorado en el periodo analizado consecuencia del mayor racionamiento del crédito que sufren las PYMEs. Claramente se evidencia como las magnitudes financieras se ven influidas por el tamaño pues cuanto menor es la empresa menor es el peso de los recursos ajenos en su estructura de capital, es decir, menor es la facilidad para obtener financiación pues la asimetría informativa es mayor. En términos de ratios lo podemos evidenciar con el que se define como relación entre recursos ajenos y el total activo que se comporta de manera positiva con relación al tamaño de la empresa.

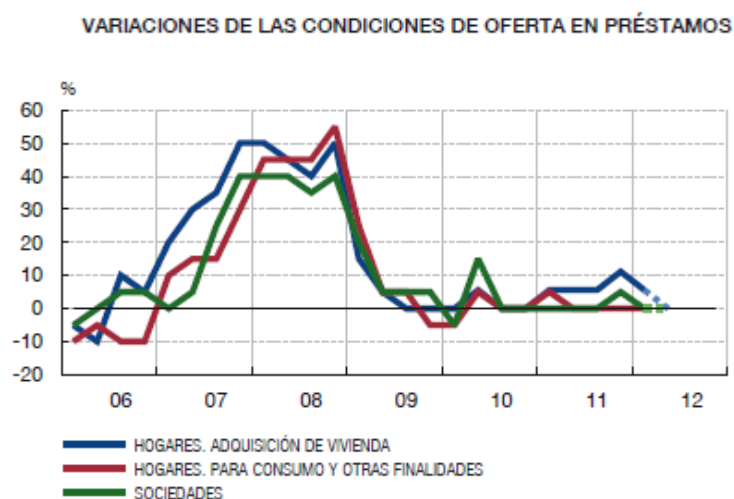
Durante los años analizados se observa como las PYMEs manifiestan un cambio en su estructura de capital ganando importancia los fondos propios probablemente consecuencia de sus peculiaridades, que definen un panorama caracterizado por un menor poder de negociación y mayor riesgo, y en el que inciden de manera más severa las restricciones crediticias causadas por la caída de la economía, mayores tasas de interés y garantías, las cuales se ven reflejadas a partir de 2011 (Figura 10) con una relación negativa entre deuda y gastos financieros.

Se muestra en el estudio realizado la repercusión directa que probablemente tienen las restricciones financieras en la estructura de capital de las PYMEs. Así, los resultados apoyan la evidencia que muestra la encuesta del BCE, en la que se refleja que la tensión se ha acentuado en 2012 y en la que se pone de manifiesto el pesimismo reinante en el proceso del acceso a la financiación de pequeñas y medianas empresas.

ANEXOS

Anexo 1. Financiación de los sectores residentes no financieros y evolución del crédito.¹⁹

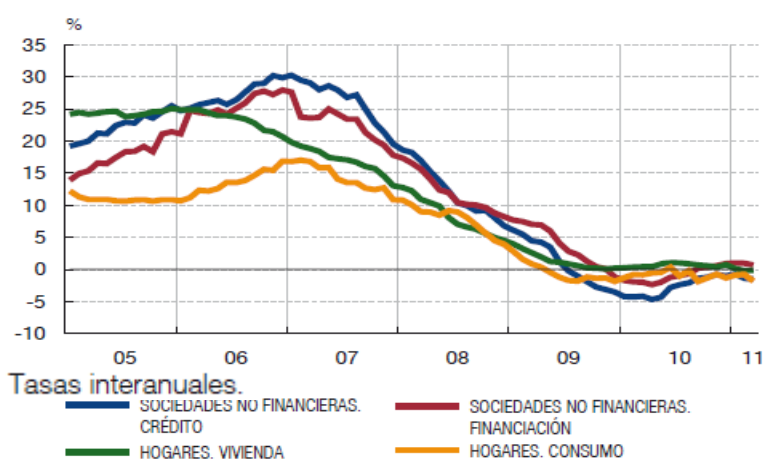
FINANCIACIÓN DE LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS



Indicador = porcentaje de entidades que señalan un endurecimiento considerable x 1 + porcentaje de entidades que señalan cierto endurecimiento x 1/2 - porcentaje de entidades que señalan una cierta relajación x 1/2 - porcentaje de entidades que señalan una relajación considerable x 1. La línea discontinua indica las previsiones realizadas en el trimestre anterior por las entidades encuestadas.

Fuente: Informe Anual del Banco e España. 2012.

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO

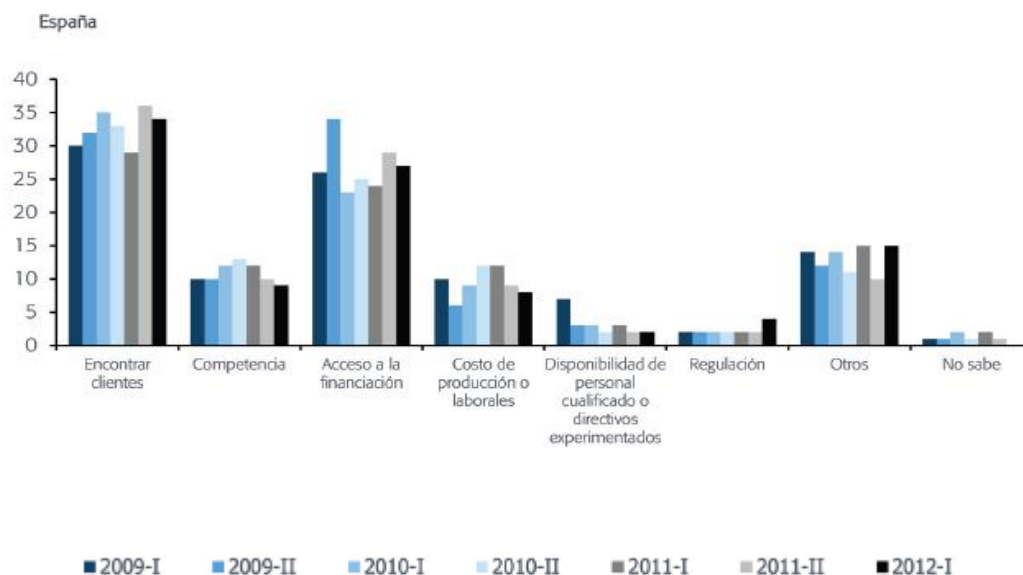


Fuente: Informe Anual del Banco de España. 2012.

¹⁹ Banco de España. 2012. Informe anual del Banco de España. Páginas 106 y 148.

Anexo 2. Problemas más relevantes a los que se enfrentan las empresas.²⁰

Problemas más importantes a los que se enfrentan las empresas
(porcentaje de respuestas)



Fuente: Artículo Las restricciones financieras de las pymes españolas: la importancia del crédito bancario.

²⁰Maudos, J. (2012). Las restricciones financieras de las pymes españolas: la importancia del crédito bancario. Página: 12.

Anexo 3. Ratios creados para Stata.

VARIABLE FONDOS PROPIOS ESCALADO POR TOTAL ACTIVO
Fondos Propios = (Fondos Propios)/Total Activo
VARIABLE TOTAL RECURSOS AJENOS ESCALADO POR TOTAL ACTIVO.
Recursos Ajenos = (Pasivo no corriente+ Pasivo Corriente)/Total Activo
VARIABLE RECURSOS AJENOS A LARGO PLAZO ESCALADO POR TOTAL ACTIVO
Recursos Ajenos a l/p = Pasivo no corriente/Total Activo
VARIABLE RECURSOS AJENOS A CORTO PLAZO ESCALADO POR TOTAL ACTIVO.
Recursos Ajenos a c/p = Pasivo Corriente /Total Activo
VARIABLE ENDEUDAMIENTO CON COSTE ESCALADO POR TOTAL ACTIVO.
Deuda con coste = (Deudas a l/p+ deudas a c/p)/Total Activo
VARIABLE DEUDA CON COSTE A LARGO PLAZO ESCALADO POR TOTAL ACTIVO.
Deuda a l/p =(Deudas a l/p)/Total Activo
VARIABLE DEUDA CON COSTE A CORTO PLAZO ESCALADO POR TOTAL ACTIVO
Deuda a c/p =(Deuda con coste a c/p)/ Total Activo
VARIABLE CREDITO DE PROVEEDORES ESCALADO POR TOTAL ACTIVO.
Crédito de proveedores = (Acreedores comerciales c/p) /Total Activo
VARIBLE GASTOS FINANCIEROS
Gastos Financieros= gastos financieros/ (Deuda a l/p+ Deuda a c/p)
VARIABLE COBERTURA DE INTERESES
Coertura Gastos financieros= Rtdo explotación/ gastos financieros
VARIABLE CASH FLOWS GENERADOS EN CADA AÑO PARTIDO POR TOTAL ACTIVO DE PRINC DE AÑO.
Cash flows = (rtdo eje - impto sociedades ^(t-1) + impto sociedades + amor) /Total Activo ^(t-1)
VARIABLE INCREMENTO DE INVERSION BRUTA EN IM E II EN CADA AÑO PARTIDO POR T ACTIVO DE PRINC DE AÑO.
Variación Inmovilizado = (inmv. intangible + inmov. material +amor - inmov. Intangible ^(t-1) - inmov material ^(t-1))/Total Activo ^(t-1)

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Álvarez, J.A . “La Banca Española ante la actual crisis”. Banco de España. Estabilidad financiera, número 15.
- Ang, J.S (1991), “Small business uniqueness and the Theory of Financial Management”. Journal of Small Business Finances, Volume 1.
- Ang, J.S (1992), “ On the Theory of Finance for Privately Held Firms”.
- Arce, O., López, E. y Sanjuán, L. (2011). “El acceso de las pymes con potencial de crecimiento al mercado de valores. Comisión Nacional de Valores Num.52. Disponible en:
<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT52.pdf>
- Aybar Arias, C., Casino Martínez, A. y López Gracia, J. (2001) “La estructura financiera de las empresas innovadoras: ¿El tamaño y la edad importan?”.
- Banco de España. (2008). “Guía del Proceso de Autoevaluación del Capital de las Entidades de Crédito. (PAC). Disponible en:
http://www.bde.es/f/webbde/CIR/supervision/informacion/ficheros/es/Guia_PA_C.pdf
- Banco de España. (2010): “La evolución financiera en España”. Disponible en:
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/10/Fich/cap6.pdf>
- Banco de España. (2011). “Informe Anual del Banco de España 2011”. Disponible en:
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/11/Fich/inf2011.pdf>

- Banco de España. (2012). “Informe Anual del Banco de España 2012”.
Disponible en:
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/12/Fich/inf2012.pdf>
- Banco de España. (2012). “Informe anual de crecimiento 2012 y el semestre europeo: Nuevos mecanismos y prioridades de política económica en la UE”.
Disponible en:
<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/12/Ene/Fich/art3.pdf>
- Bernal García, J.J y García Pérez de Lema, D. (2009). “Análisis económico-financiero a partir del nuevo PGC. Ratios financiero”. Estrategia financiera num. 261.
- Boedo Vilabella, L. y Calvo Silvosa A.R (1997).” Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptima de las PYMES”. Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 6, núm. 1. Pp.107-124.
- Boletín Económico de ICE. (2001). Nº: 2685. “Estados Unidos: logros y retos de la Nueva Economía”
- Brenner, R. (2008). “Una crisis devastadora en ciernes”.
- Comisión Europea. (2006). “La nueva definición de PYME. Guía del usuario y ejemplo de declaración. Publicaciones de empresa e industria”. Disponible en:
www.ipyme.org/es-ES/CreacionEmpresas/Documents/NuevaDefinicionPyme.pdf
- Departamento de Economía Financiera y Contabilidad. Upct. “Diagnóstico Económico y financiero de la empresa”.
- Dirección General de Industria y de la Pyme. “Retrato de las Pyme 2012”.
Disponible en:
http://www.ipyme.org/Publicaciones/Retrato_PYME_2012.pdf

- European Central Bank.(2012). “The access to finance of small and medium-sized enterprises”. Disponible en:
<http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>
- Fazzari,S. , Glenn Hubbard, R. y Petersen, B.C. (1987). “ Financing constraints and corporate investment”
- Instituto Nacional de Estadística. Agosto (2012). “Directorio Central de empresas a 1 de Enero de 2012”. Notas de prensa. Disponible en:
<http://www.ine.es/prensa/np732.pdf>
- Instituto Nacional de Estadística. Junio 2013.”Estadística de hipotecas”. Disponible en:<http://www.ine.es/daco/daco42/daco426/h0613.pdf>
- Korajczyk, R.A and Levy, A.. August 27, 2001.“Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints”. WorkingPaper #279
- Maroto Acín, J.A (1996), “Estructura financiera y crecimiento de las PYMES”. Economía industrial Num. 310.
- Maroto Acín, J.A (2011). Estructura financiera de la Pyme y su inflexión en la recesión. (Situación general y aproximación al comportamiento del crédito bancario).
- Martín, A. y Crespí, R. (2011) “La financiación externa de las empresas familiares españolas y el impacto de la crisis”. Análisis comparado. Estudios de la Cátedra Banca March de l’empresa familiar.
- Mata, J. y Machado, J.A.F., (1996). “Firm start-up size: a conditional quantile approach”. European Economic Review, 40, 1305– 1323.
- Maudos, J. (2012) “Las restricciones financieras de las pymes españolas: la importancia del crédito bancario”. Cuadernos de información económica. Número 232.
- Myers, S.C. (1984). “Capital structure puzzle”.
- Novales, A. (2010). “Política monetaria antes y después de la crisis financiera”
- OECD. (2013).“FinancingSMEs and Entrepreneurs”. Disponible en:

http://www.oecd.org/cfe/smes/Scoreboard_2013_extract_chapter2.pdf

- Real Decreto ley 2/2011 de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero. Disponible en:

<http://www.boe.es/boe/dias/2011/02/19/pdfs/BOE-A-2011-3254.pdf>

- Sánchez Vidal, J. y Martín Ugedo, J.F.(2005).“Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory”. Review of Quantitative Finance and Accounting, 25: 341–355.
- Torres López, J. y Garzón Espinosa, A. (2010) “La crisis de las hipotecas basura. ¿Por qué se cayó todo y no se ha hundido nada?” Ediciones Sequitur. Madrid. Disponible en:

<http://es.scribd.com/doc/119189276/La-Crisis-de-Las-Hipotecas-Basura>