

Papel del Mercado Alternativo Bursátil de BME en el contexto de reformas estructurales necesarias para afrontar la nueva realidad de la liquidez mundial.

Un repaso al devenir de la economía y el sistema financiero internacional en los últimos años que desemboca un escenario actual donde iniciativas como el Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MAB), puesto en marcha por BME, son instrumentos cuya aportación a la superación de la crisis puede ser importante. Tanto las pequeñas y medianas empresas como las entidades financieras españolas, cada una en sus ámbitos de actividad, pueden obtener beneficios de este nuevo mercado cuyo desarrollo debería ser, sin duda, incentivado desde la Administración Pública y los Gobiernos autonómicos por razones de peso como las que se exponen a lo largo de este artículo.

a fondo

MAB: IMPULSO AL TEJIDO ECONÓMICO Y PRODUCTIVO ESPAÑOL

DAVID CANO MARTÍNEZ, ALFONSO GARCÍA MORA Y MÓNICA GUARDADO RODRÍGUEZ
Socios de Analistas Financieros Internacionales

hace pocos meses BME puso en marcha el Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión. Un sistema de negociación pensado para dar acceso a las pequeñas empresas a las ventajas de estar presente en los mercados de valores. Las empresas que comienzan a cotizar suelen experimentar incrementos en sus cifras de venta y sus beneficios, así como una mayor capacidad para afrontar procesos de expansión y/o diversificación, lo cual tiende

a traducirse en generación de empleo. Por esta razón principalmente, y a escala más amplia, la cotización de empresas de tamaño mediano es un factor que aumenta las posibilidades de desarrollo del tejido industrial de muchas regiones y encaja de manera muy directa en la filosofía de los planes de desarrollo de las Administraciones Públicas.

En un contexto de crisis como el actual el futuro de la economía mundial parece estar abocado a un escenario de menor liquidez internacional

donde el despalancamiento de las empresas y la apelación al valor de los fondos propios van a ser crecientes. Esta es una hipótesis cada vez más extendida que va tomando cuerpo entre gran número de expertos y donde iniciativas como el MAB se alzan como parte importante de las reformas estructurales útiles para reconducir la economía española a una senda de crecimiento estable. Gran parte de la innovación y el avance de la economía española está soportado por empresas



de reducido tamaño en términos bursátiles que precisan de opciones de financiación adecuadas a sus necesidades para poner en valor sus desarrollos. El MAB es, sin duda, una alternativa real que apoya este conjunto de aspiraciones positivas de crecimiento.

El contexto económico y financiero actual y la oportunidad del MAB

Los procesos de desaceleración o recesión económica presentan elementos diferenciales en sus causas, desarrollo y resolución. En consecuencia, no es posible aplicar de forma automática las medidas que en otras ocasiones demostraron su eficacia, así como tampoco son extrapolables las consecuencias a medio plazo observadas en ciclos anteriores. Es necesario, por tanto, conocer las características propias de cada episodio para, a partir de ahí, emitir recomendaciones que permitan una finalización lo más rápida posible, con el menor impacto en términos de PIB y, sobre todo, adelantarse a las implicaciones futuras.

La crisis financiera iniciada en julio de 2007 tiene

un origen común a otras (mercado hipotecario) pero cuenta como principal novedad su canal de transmisión: las innovaciones financieras. Sin que en el momento actual podamos saber si se producirán nuevas quiebras y rescates bancarios (sin duda, la gran diferencia de esta crisis con otras, al menos por la relevancia de las entidades afectadas), lo que sí es obvio es que nos enfrentaremos en los próximos años a un contexto caracterizado por la menor liquidez, por las mayores necesidades de financiación del sector público, por el desapalancamiento de las empresas y por el menor número de oferentes de servicios financieros (entre ellos, de banca de inversión).

Esta situación, que afectará a todos los países, obligará a las empresas a modificar sus estrategias de financiación, reduciendo el peso de los fondos ajenos en favor de los propios. En un nuevo entorno caracterizado por la menor liquidez pero, sobre todo, por su mayor coste, los mercados de capitales deben servir para recomponer el pasivo del tejido empresarial. Se deberá volver a recurrir a los mecanismos más convencionales de financiación, ante el previsible estancamiento de innovaciones,

tanto de productos como de agentes. Es turno, por tanto, para que las bolsas de valores cumplan una de las funciones para las que se diseñaron (captación de fondos propios) pero, para ello, será necesaria una adaptación a los nuevos demandantes, de un tamaño significativamente inferior a los ya presentes.

En este contexto nace en España el Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MAB), una iniciativa que puede considerarse como una reforma estructural de nuestra economía con una enorme utilidad. Entre las más importantes, la recapitalización del tejido empresarial (sustitución de fondos ajenos por fondos propios para mejorar la estructura del pasivo) o la captación de financiación para acometer proyectos de expansión, especialmente en el exterior. Con una demanda interna en contracción, la aportación de la demanda externa es imprescindible para evitar la recesión en España.

Pero el MAB no sólo es una oportunidad para los demandantes de fondos, sino también para nuestras entidades financieras, que pueden encontrar en este mercado una nueva fuente de generación ■

TRATAMIENTO FISCAL DEL MAB: UNA PROPUESTA



JUAN MANUEL MORAL CALVO,
Abogado. Socio de Cuatrecasas

Como es bien sabido, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es un sistema organizado de negociación, autorizado por el Gobierno español, referido a empresas en expansión, particularmente a compañías pequeñas y medianas que no cotizan en mercados oficiales de valores. Las líneas que siguen son una reflexión sobre la oportunidad y conveniencia para que, en el momento actual, el legislador tributario, tanto estatal como autonómico, utilice determinadas medidas de política fiscal para incentivar la inversión en empresas pequeñas y medianas que se financien mediante ampliaciones u ofertas públicas en el MAB. El MAB es un mercado original, que aporta una solución hasta ahora inexistente en España, a diferencia de otros países de nuestro entorno, y que merece ser acreedor de algunos beneficios fiscales que impulsen su desarrollo, al igual que ha ocurrido en estos países.

MAB, UNA REALIDAD DINAMIZADORA DEL TEJIDO EMPRESARIAL ESPAÑOL

¿Por qué debe recibir el MAB fomento público? En mi opinión, la negociación de las acciones de las empresas en el MAB incorpora una serie de consecuencias diferenciadoras que, en ausencia de la misma, serían difícilmente alcanzables, y que pueden ser apreciadas como razones de interés general y público, relacionadas con el desarrollo del tejido empresarial de pequeñas y medianas empresas, que en España es el más numeroso, el más relevante en términos de contribución al PIB y también el más vulnerable. Estas razones pueden resumirse como sigue: (i) El MAB permite una captación eficiente de recursos propios para las empresas; (ii) Además, este mercado genera vías de crecimiento para las empresas familiares ya establecidas y por consiguiente impulsa el lanzamiento y el desarrollo de nuevos proyectos empresariales; (iii) El MAB asimismo favorece la entrada de nuevos inversores y la apertura accionarial de las empresas; (iv) Otorga liquidez a los accionistas de las empresas e incorpora una referencia objetiva de valor para las mismas; (v) Permite instrumentar en las empresas sistemas de retribución a sus empleados basados en acciones cotizadas en mercados organizados, actualmente privilegio exclusivo de las compañías que negocian en los mercados secundarios oficiales (vi) Favorece los procesos de relevo generacional en las empresas familiares, fuente de muchos problemas prácticos que, en no pocos casos, derivan en la extinción de la empresa ante la ausencia de sucesores del negocio y ante las dificultades de transmitirla a terceros.

OPORTUNIDAD ANTE LA CRISIS

Entre estas razones, debe destacarse por la actual coyuntura económica la posibilidad que ofrece el MAB de captar recursos financieros a las pequeñas y medianas empresas, y poder optar así frente a fórmulas tradicionales de financiación, basadas en colocaciones privadas de sus títulos de participación o en el acceso a los mercados de financiación bancaria. Por lo tanto el MAB puede contribuir a que muchas empresas minoren sus ratios de financiación ajena respecto a sus fondos propios, y cuenten de esta forma con una mayor solvencia patrimonial.

APROVECHAR LA TRANSPARENCIA DE LOS MERCADOS

Finalmente, si bien probablemente debería situarse en el primer rango de prioridades a la hora de justificar el fomento público del MAB, la negociación de acciones de una compañía en un mercado organizado aporta dosis considerables de rigor en la disciplina de la empresa, en el cumplimiento normativo y contable y en definitiva en la cultura corporativa. Sin duda alguna una empresa cotizada es más transparente y comprometida con los terceros con quienes se relaciona (no sólo socios o inversores, sino también financiadores, trabajadores, proveedores, administraciones públicas, ...) que una no cotizada, y el MAB puede servir de puerta de acceso a los mercados secundarios de acciones para muchas empresas a las que los mercados bursátiles oficiales "les quedan grandes", consiguiéndose los mismos fines relevantes que en estos. *sigue en página 22 >>*

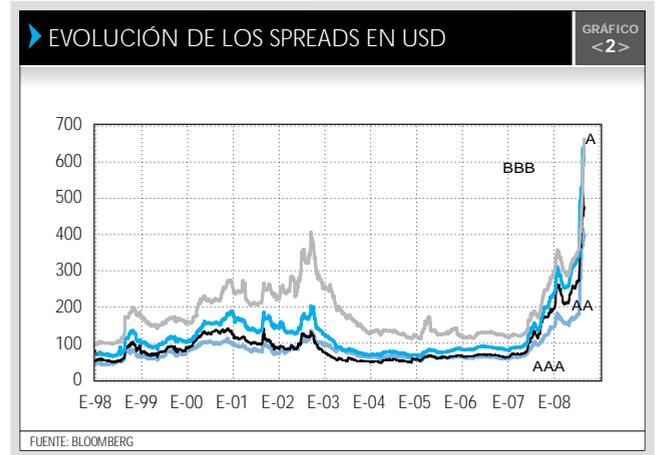
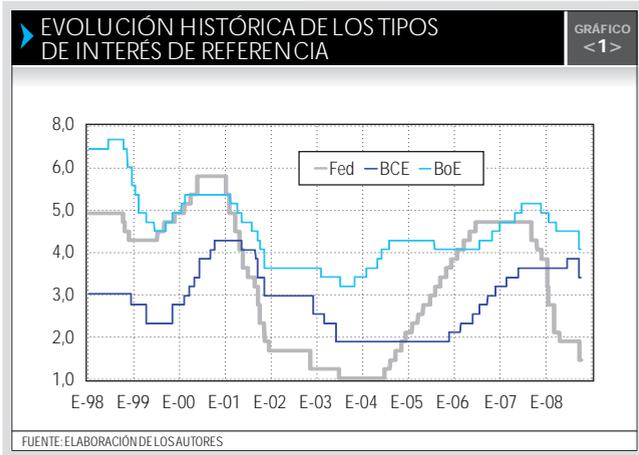
de ingresos, cercana, aunque a otra "escala", a la desarrollada por la banca de inversión, ahora que los principales agentes han desaparecido.

En una coyuntura tan compleja, el desarrollo del MAB debe considerarse como una reforma estructural imprescindible para el cambio en el patrón de crecimiento de nuestra economía, así como una herramienta para mitigar los efectos de la contracción de liquidez. Bolsas y Mercados Españoles (BME) ya ha cumplido su cometido, al menos desde el punto de vista operacional. Ahora es necesario un impulso en términos de conocimiento en los agentes implicados. Pero es obvio que es imprescindible el apoyo por parte de las autoridades, tanto de la administración central como autonómica e, incluso, local.

¿CÓMO HEMOS LLEGADO HASTA AQUÍ?

La inyección de liquidez

No todos los procesos de desaceleración del PIB siguen pautas comunes. Esto es debido, entre otras razones, a que las causas que provocan los puntos de inflexión en la posición cíclica también son diferentes. La intensa pérdida de dinamismo de las economías desarrolladas entre 2000 y 2003 estuvo dirigida por la contracción de la inversión empresarial, que debió corregir los excesos cometidos en los cinco años anteriores, en los que se expandió a tasas insostenibles. La expectativa de alta rentabilidad de las innovaciones tecnológicas de entonces (la denominada "nueva economía" o "burbuja punto com") derivó en un aumento de la capacidad productiva, especialmente en el sector TMT, que fue financiada aprovechando las reducidas primas por riesgo exigidas por los inversores. Las previsiones de beneficios no se cumplieron, por lo que, coincidiendo con los máximos de los mercados bursátiles de marzo de 2000, se tuvo que hacer frente a un ajuste muy intenso en la capacidad instalada. Una vez más, se constató que la corrección de los excesos es más rápida (y traumática) que su proceso de acumulación. Mucho se debatió entonces sobre el papel que podría ejercer la política monetaria en una crisis que, como se comprobó posteriormente, necesitaba en más medida tiempo para purgar, que condiciones monetarias expansivas (situación propia de una "crisis de oferta", al contrario que las de "demanda"). En ese debate los bancos centrales optaron por recortar los tipos de interés con la intención de dinamizar otros componentes del PIB, entre ellos el consumo privado. Pero diversos acontecimientos "exógenos" motivaron rebajas adicionales de tipos y, además, intensas inyecciones de liquidez: los atentados terroristas del 11 de septiem-



bre de 2001 y el riesgo de deflación de 2003, que llevó a la Reserva Federal a situar el nivel objetivo de los fondos federales en el 1,0% y a dejarlos en esta cota hasta 2005 (ver Gráfico 1).

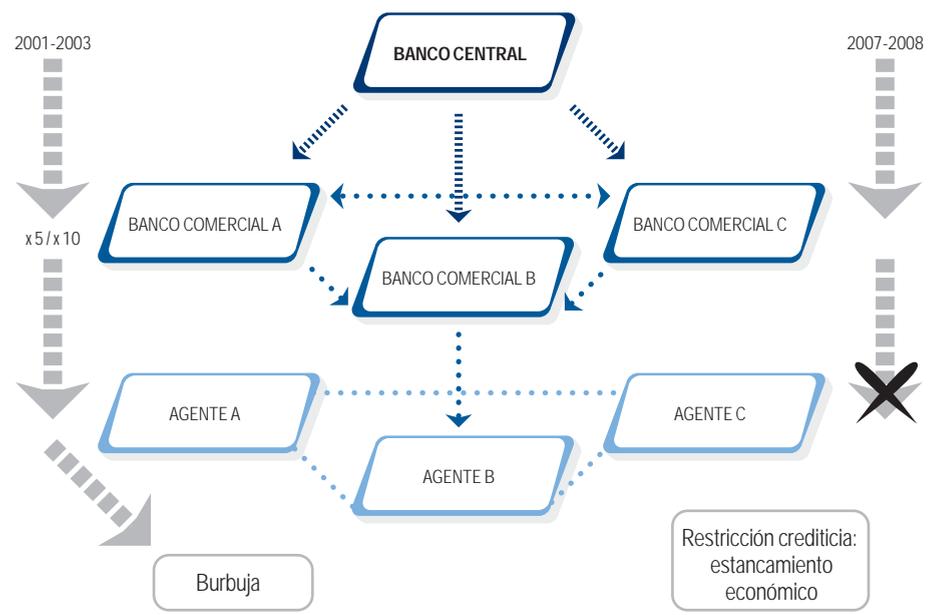
La innovación financiera

Tipos de interés extremadamente reducidos y amplia liquidez fue el primer paso para construir el modelo de crecimiento vigente en los siguientes años, especialmente en EEUU, y que ahora ha finalizado de forma abrupta. Pero si la política monetaria sentó

las bases, fue el sistema bancario quien desarrolló el modelo. El proceso de innovaciones financieras, posible por la escasa morosidad, por la fortaleza de los balances de las entidades, por la necesidad de nuevas fuentes de generación de ingresos en un contexto de reducidos tipos de interés, etc., motivó que la inyección de liquidez se trasladara al resto de los agentes, pero en una cuantía muy superior (en definitiva, las titulizaciones, los derivados de crédito, los conduits y demás⁽¹⁾ redefinieron el multiplicador monetario, aumentándolo de forma significativa).

Como se representa en el esquema 1, la transmisión de la política monetaria expansiva fue muy rápida y, sobre todo, amplificada, por la salud del sistema crediticio y por las innovaciones financieras. La posibilidad de transferir riesgos favorecía la asunción de éstos por parte del sistema crediticio, con una importante demanda en inversores tradicionales necesitados de puntos básicos de rentabilidad adicional o en toda una gama de nuevos inversores que basaban sus rendimientos (y sus remuneraciones) en el apalancamiento.

ESTRUCTURA ECONÓMICA DESDE UN PUNTO DE VISTA MONETARIO ESQUEMA <1>



NOTAS

(1) Ver el vocabulario recogido en la página 16 del Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, abril de 2008.

FUENTE: ELABORADO POR LOS AUTORES



JUAN MANUEL MORAL CALVO, Abogado. Socio de Cuatrecasas
TRATAMIENTO FISCAL DEL MAB: UNA PROPUESTA

>> viene de página 20

FISCALIDAD: UNA VÍA EFECTIVA PARA POTENCIAR LAS VIRTUDES DE ESTE MERCADO

¿Son los beneficios fiscales la fórmula más efectiva para que los poderes públicos otorguen medidas de fomento al MAB? La respuesta debe ser, en mi opinión, afirmativa porque es una realidad perfectamente contrastable la permeabilidad a los estímulos fiscales de las decisiones de los inversores en los mercados de capitales. Y, además, la experiencia localizada en Francia y sobre todo Reino Unido, permite afirmar sin lugar a dudas que la incorporación al MAB de incentivos fiscales adecuadamente diseñados le dotaría de una potencialidad que supondría un fomento del mismo y sería muy apreciado por parte de los agentes intervinientes en el mercado, fundamentalmente de los inversores a quienes va dirigido.

El actual modelo tributario español, de renta extensiva, se caracteriza por configurar impuestos personales donde prima la sencillez y la neutralidad, y en donde los mecanismos de exenciones, reducciones o deducciones se comprimen mucho. Por ello, el planteamiento de potenciales beneficios fiscales para el MAB ha de hacerse de forma prudente y realista, considerando medidas reducidas y concretas, respetuosas con cuatro condicionantes esenciales: (i) Sencillez, para que puedan ser integradas en impuestos simples que en muchos casos son gestionados y controlados por aplicaciones informáticas bajo un amplio suministro de información a la Hacienda Pública; (ii) Coherencia con el sistema tributario entendido en su globalidad; (iii) Efectividad, para que las medidas cumplan de forma realista con su propósito, y (iv) Moderación, de forma que los incentivos se limiten a cumplir estrictamente su función de fomento tributario del MAB, y no puedan ser susceptibles de abuso o extralimitación.

Se considera que la incidencia de los beneficios fiscales asociados al MAB en cuanto a su coste recaudatorio sería insignificante teniendo en cuenta el volumen previsible de este nuevo mercado al menos en sus primeros años de existencia. Es más, podría verse compensada por un incremento en otros ingresos fiscales asociados a la cotización de los valores. Paralelamente a esta realidad, en cambio, las medidas tendrían unas altas dosis de popularidad y de visibilidad, que favorecerían la eficacia de las mismas. Todo ello habilita la incorporación de nuevos beneficios fiscales para el MAB incluso en períodos de ralentización económica y de necesidad de recursos tributarios por las Administraciones.

DE LA TEORÍA A LA PRÁCTICA: ALGUNAS PROPUESTAS CONCRETAS

Con este enfoque, cabe cabalmente plantear la oportunidad de algunos incentivos para el MAB, que podrían concretarse exigiendo, además de la simple negociación en el MAB, su asociación a las empresas "cualificadas" que desarrollen de forma efectiva actividades empresariales, contribuyendo a la economía real, y que las acciones sobre las que se basen dichos beneficios procedan de una ampliación de capital dirigida a su negociación en el MAB o de una oferta pública canalizada a través de dicho mercado (es decir, que se fomente el crecimiento de las empresas y no se trate de simples compras en el mercado secundario).

Algunas ideas en este sentido podrían ser:

1. Mejora en el tratamiento de los dividendos y plusvalías en los Impuestos sobre Sociedades y de No Residentes, de forma asimilada a los beneficios fiscales concedidos al capital-riesgo.
2. Deducción en la cuota íntegra del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, dirigida exclusivamente a particulares-pequeños ahorradores que invirtiesen de forma estable y no especulativa en compañías del MAB.
3. Diferimiento de las plusvalías si se reinvierte en una compañía del MAB.
4. Beneficios en el caso de transmisión sucesoria de acciones de sociedades incluidas en el MAB que operen de forma equivalente a la reducción que existe actualmente para las "empresas familiares".
5. Asimilación del MAB a los mercados secundarios oficiales de valores recogidos en la Ley del Mercado de Valores (Directiva 2004/39/CE), en las normas que surten efectos fiscales, para que no se vea negativamente discriminado.
6. Exención o bonificación en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y AJD, en su modalidad de Operaciones Societarias, para las compañías que amplien capital para su incorporación al MAB. ■

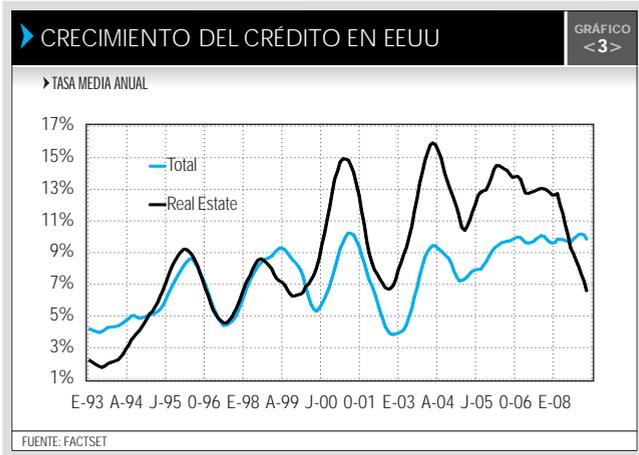
El apalancamiento de las empresas

En definitiva, la enorme cantidad de liquidez se transmitió al "tercer segmento" de la economía⁽²⁾ que lo aprovechó para incrementar su endeudamiento bancario, cada vez más barato, tanto por el coste nominal (tipo de interés) como por el diferencial exigido. Como se muestra en el gráfico 2, los spreads negociados en las distintas categorías de grado de inversión en USD marcaban mínimos históricos⁽³⁾. Menores diferenciales y ampliación de plazos (también favorecidos por la mayor liquidez y aumento de vencimientos en los mercados de derivados de crédito) permitieron a las empresas incrementar su apalancamiento bancario, en un contexto en el que la rentabilidad de sus activos (ROA) y de sus fondos propios (ROE) comenzaba a recuperarse⁽⁴⁾.

Se entiende de esta forma cómo la política monetaria expansiva, ayudada por las innovaciones financieras, por la salud del sistema crediticio y por el relativamente favorable entorno económico derivó en una apelación a la financiación bancaria en detrimento de los fondos propios, "penalizados" éstos por las mayores primas por riesgo exigidas (tanto en términos absolutos como, especialmente, relativos: ver Gráfico 3). En definitiva, el canal bancario volvió a ejercer su carácter procíclico (ver Bernanke y Gertler, 1995 y, como trabajo más reciente, Adrian y Song Shin, 2008).

El modelo muestra su vulnerabilidad: aparece el credit crunch

Pero el modelo iniciado en 2000 y puesto en funcionamiento entre 2003 y 2006 comenzó a debilitarse en verano de 2007, cuando los inversores detectan la vulnerabilidad en sus bases⁽⁵⁾. Es muy posible que la primera sorpresa viniera por el fuerte repunte de la morosidad en el segmento subprime (hasta el 18% desde el 10%) pero no menos importante fue la constatación de la rapidez a la que caían los precios de todos aquellos activos financieros novedosos ("segunda" sorpresa). Si esta constatación ya derivó en el primer cierre en los mercados mayoristas de financiación, la "tercera sorpresa", la vulnerabilidad de diversas instituciones estadounidenses a la caída del precio de los "activos tóxicos" y/o al cierre de la financiación mayorista, ha sido el paso definitivo para que el problema de solvencia haya llegado a Europa. Como muestra de la situación (y más allá de los rescates, intervenciones, préstamos, cambios en la regulación, etc.) uno de los indicadores más útiles es la prima por riesgo interbancaria (ver Grá-



NOTAS

(2) El primero y segundo, según la representación de una economía desde el punto de vista monetario del Esquema 1 correspondería al banco central y al sistema crediticio, respectivamente.

(3) Estas series hacen mención a emisiones de renta fija, pero es obvio el paralelismo con los spreads exigidos por las entidades financieras en la concesión de crédito

(4) Ésta última en mayor medida por los programas de recompra de acciones propias implantados ante la intensa generación de flujos de caja y la infravaloración de los títulos en el mercado secundario.

(5) Por ejemplo, que las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac garantizaban 5 billones de USD en activos financieros vinculados con las hipotecas con apenas 50.000 millones de fondos propios.

(6) Desde abril de 1999, con el temor al denominado "Efecto 2000", ya asistimos a una distorsión del tramo monetario de la curva de tipos, pero que, como se comenta en Cano y Gallardo fue de 40 pb. Una vez iniciada la actividad en 2000 se corrigió inmediatamente. Desde entonces, si bien es cierto que se observa cierta tensión en los tipos de depósitos por el cambio de año, apenas supone unos pocos puntos básicos.

(7) Que ya no sólo son la capitalización de las expectativas del mercado para la evolución del tipo de intervención.



fico 4). En términos históricos, para los plazos más cortos se ha situado en apenas 5 pb. Desde julio de 2007 se ha ido incrementando en todas las monedas y en todos los plazos del mercado monetario⁽⁶⁾. Esta distorsión en la estructura temporal de los tipos de interés⁽⁷⁾ ha sido un elemento negativo más para la estabilidad de los mercados, para la disponibilidad del crédito (y su precio) y, en definitiva, para las perspectivas futuras de crecimiento. Porque, más allá de la evolución de los diferenciales al tejido empresarial (como luego se verá), las condiciones de financiación se han endurecido notablemente "en la base". Resulta paradójico que en plena crisis financiera, el Euribor

12 meses haya marcado un máximo histórico, con el consiguiente efecto en la carga financiera de las empresas y familias.

Fuerte incremento de la aversión al riesgo, más destacada en el mercado de renta fija que en el de renta variable

Pero no sólo la prima por riesgo se ha incrementado en el interbancario, sino que también se ha observado en el mercado de acciones y en el de renta fija. Para medir la correspondiente al mercado de acciones recurrimos al modelo de Gordon, que permite el cálculo ■

La crisis financiera iniciada en julio de 2007 tiene un origen común a otras (mercado hipotecario) pero cuenta como principal novedad su canal de transmisión: las innovaciones financieras



UNA INTERESANTE ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS GALLEGAS



ÁLVARO ÁLVAREZ BLÁZQUEZ,
director general del IGAPE

Desde la Xunta de Galicia, y desde el Instituto Galego de Promoción Económica (Igaape) en concreto, celebramos la puesta en marcha del Mercado Alternativo Bursátil porque estamos convencidos de que puede ser un instrumento interesante y eficiente para muchas empresas gallegas. Estamos seguros de que la incorporación de empresas gallegas de sectores estratégicos al MAB servirá además como reclamo para que otras sociedades puedan seguir su ejemplo y sumarse a este mercado, dotándolo de una representación de Galicia sólida y creciente.

Debido al interés que vemos en el MAB como alternativa para la financiación empresarial, desde el Igaape hemos considerado oportuno habilitar una línea de ayuda específica para apoyar a las empresas que mejor se adecuan a este mercado en los procesos de información, estudio y asesoramiento previos a su incorporación. En este sentido, el Instituto que dirijo podrá subvencionar los costes derivados de la evaluación y de la preparación de documentación para la incorporación al MAB.

En Galicia, existe un importante número de empresas de mediana o grande dimensión, más de 500 sociedades, que son potenciales candidatas a integrarse en el mercado alternativo bursátil (MAB), que les permitiría acceder a importantes ventajas. Porque es una nueva fuente de recursos financieros, en unos momentos en que a menudo a las empresas les resulta especialmente complicado financiar sus proyectos de forma convencional; porque puede mejorar el acceso a la financiación tradicional, al dotar a las empresas cotizantes de un sello de calidad y solvencia, por la disciplina que el MAB impone a las candidatas en cuanto a rigor de gestión y aplicación de prácticas empresariales de buen gobierno; porque puede aportar una importante visibilidad a las empresas en el mercado; y porque supone una referencia de valor objetiva y líquida para las empresas, facilitando la incorporación y la salida de accionistas, solventando diferencias en los procesos de sucesión en empresas familiares. El MAB constituye, por tanto, una herramienta de indudable valor para la atracción de capitales hacia las compañías. Por ello, y en el desarrollo de sus funciones de promoción empresarial, el Igaape considera oportuno incentivar a las empresas gallegas en el trabajo preparatorio para considerar o facilitar su acceso a un instrumento financiero innovador que se presenta como una oportunidad para fortalecer las capacidades financieras de las sociedades que presenten un perfil adecuado.

El objetivo principal de nuestra nueva línea de ayudas es, como decía antes, el de incentivar las iniciativas y las actuaciones empresariales en las distintas fases de aproximación al MAB. Para ello, el Igaape concederá subvenciones a fondo perdido que podrán cubrir el 50% de los gastos de consultoría y asistencia técnica de las acciones o proyectos de acercamiento al mercado bursátil; subvenciones que podrán oscilar desde máximos de 8.000 en primeras fases de evaluación hasta los 70.000 euros de apoyo previstos para la valoración de acceso definitiva.

Creemos que el MAB constituye una opción interesante para un buen número de empresas gallegas. Desde el Igaape, las apoyaremos para que evalúen y analicen la posibilidad de incorporarse. ■

■ del equity risk premium a partir de las cotizaciones, suponiendo una tasa constante del crecimiento del beneficio por acción (4%). Para el de renta fija privada, utilizamos el diferencial cotizado en mercados secundarios entre bonos con categoría “grado de inversión⁽⁸⁾” y referencias del Tesoro a plazo equivalente (ver Gráfico 5).

Aunque la prima por riesgo implícita en renta variable se ha situado en niveles por encima de los alcanzados en la crisis 1998⁽⁹⁾ o del 11-S, lo más relevante es su variación. Así, tanto en agosto de 1998 pero, sobre todo, en el año 2000 y 2002, los inversores no exigían prima por riesgo en sus inversiones bursátiles (era, incluso, negativa en el S&P 500), muestra de la sobrevaloración que presentaban entonces las cotizaciones, que sólo podrían haberse sostenido con importantes y duraderos avances del BPA. Por ese motivo los precios de las acciones tuvieron que ceder a mayor tasa hasta marzo de 2003, no sólo para adaptarse a un contexto de caídas de los beneficios sino, además, para depurar el exceso de optimismo en la valoración. La recuperación bursátil iniciada en 2003 estuvo acompañada por un fuerte aumento del BPA, incluso, mayor en términos proporcionales, lo que provocó que el contexto alcista vivido hasta 2007 viniera acompañado por una elevada prima por riesgo y, por lo tanto, sin euforias por parte de los inversores (en esta ocasión, la tendencia alcista en bolsa no ha venido acompañada de expansión del PER). Ahora bien, la actual crisis financiera está siendo tan virulenta y tan sorpresiva, y tan intensas las dudas sobre sus implicaciones, que no ha sido suficiente el favorable punto de partida en términos de prima por riesgo como para impedir una fuerte corrección bursátil (ver Gráfico 6).

La situación era y está siendo bien distinta en el mercado de renta fija. Entre 2004 y 2007 los inversores en deuda apenas exigían 50 pb de diferencial frente al activo homogéneo libre de riesgo de crédito. La abundante liquidez en el sistema comentada inicialmente, la menor oferta de deuda pública por la mejora de los saldos fiscales y el aumento de demanda de instrumentos de renta fija por el desarrollo de los fondos de pensiones a nivel mundial se combinaron para provocar esta reducida exigencia de primas. Como se observa en el Gráfico 5, ha sido el mercado de financiación ajena el que ha sufrido un mayor aumento de la prima por riesgo, superándose claramente los niveles de la anterior crisis. Si los máximos en PER (y mínimos en equity risk premium) marcaron el punto de inflexión de la renta variable en 2000 (y no hemos vuelto a ver esos niveles), los mínimos en los diferenciales han sido la señal en la actual crisis de liquidez. El mercado de renta fija privada es el que ha experimentado un mayor deterioro, trasladándose a las condicio-



nes de financiación del tejido productivo, que deberá replantearse la estructura del balance y la estrategia de captación de fondos en próximos años a favor de los propios en detrimento de los ajenos (en definitiva, política contraria a la observada en los últimos años). Este será uno de los grandes retos en los próximos meses: ¿cuál va ser el impacto sobre el crecimiento económico de la restricción crediticia?

El FMI (2008) encuentra evidencia del impacto que sobre el crecimiento económico tiene una crisis financiera. Así, en el caso de que ésta provoque una desaceleración, se cuantifica en un 1%, pero si ante-

en esta ocasión, y a diferencia de lo observado entre 2000 y 2003, para fortalecer los balances del sistema crediticio⁽¹⁰⁾. Las ingentes inyecciones de fondos no se trasladarán al resto de la economía, sino que permanecerán dentro del mercado interbancario (ver esquema 1, parte derecha). Es posible que las medidas tomadas por las autoridades económicas y monetarias permitan evitar una quiebra bancaria, pero debemos anticipar una consecuencia a medio y largo plazo: una crisis de liquidez asociada a la necesidad de fortalecer los balances bancarios, a la estrategia de reducir los riesgos asumidos en el activo, a la nula innovación financiera y a la paralización de la actividad de varios de los agentes financieros clave en el proceso de apalancamiento empresarial.

Es obvio que con el tiempo la situación se resolverá y la tensión en los mercados mayoristas de dinero se disipará, pero no se conseguirá en un plazo corto de tiempo. La prima por riesgo interbancario necesitará varios años en volver a normalizarse (5 pb), por lo que a los tradicionales 20 pb de diferencia entre el tipo de intervención y el depo a 12 meses⁽¹¹⁾ habrá que sumarle otro spread. Mucho más tiempo tardaremos en volver a ver mínimos históricos en los diferenciales de bonos y, por tanto, en la financiación bancaria. De hecho, es posible que no volvamos a verlos, por lo que la financiación empresarial deberá realizarse pagando una mayor prima. Este es el cambio que ya estamos observando una intensa reducción del multiplicador monetario, con el consecuente efecto depresor sobre el crecimiento potencial del PIB.

Una especial consideración a la economía española

Como es comprensible, la economía española no puede mantenerse ajena a los acontecimientos en los mercados financieros internacionales. De hecho, puede ser una de las más afectadas y, por

Nos enfrentaremos en los próximos años a un contexto caracterizado por la menor liquidez, por las **mayores necesidades de financiación del sector público**, por el desapalancamiento de las empresas y por el menor número de oferentes de servicios financieros

cede a una recesión, se eleva hasta el 2%. Es decir, a la pérdida de dinamismo del PIB propia de una desaceleración o de una recesión, se le debe sumar un 1% o un 2% si viene originada por una situación de stress financiero. Si tenemos en cuenta la magnitud, virulencia e impacto global de esta crisis financiera, el efecto del credit crunch podría superar, y en mucho, ese 2% de promedio histórico y durante un período más prolongado de tiempo.

Los bancos centrales inyectan nuevamente liquidez, pero esta vez será distinto: apenas se transmitirá al tejido empresarial

Conscientes del riesgo de recesión, la política monetaria ha vuelto a aparecer concediendo liquidez. Pero

NOTAS

- (8) Por encima de BBB- según S&P, y equivalentes para el resto de agencias de calificación crediticia.
- (9) Default de Rusia y Brasil y quiebra del hedge fund Long Term Capital Management (LTCM).
- (10) Y alguna compañía de seguros, como la estadounidense AIG.
- (11) Ver Cano (2006).

■ lo tanto, de las más necesitadas de fuentes de financiación. Desde el momento en que el mercado de capitales internacional consideró muy probable la adaptación del euro en sustitución de la peseta, se realizaron emisiones en ECU, que sentaron las bases para el enorme proceso inversor de España desde 1997. Como se observa en el gráfico 7, la inversión se ha incrementado en España hasta situarse por encima del 30% del PIB, mientras que el ahorro se ha estancado en el 20%. En consecuencia, el déficit de financiación

con el exterior se ha elevado hasta superar los 100.000 millones de euros anuales.

Si bien es verdad que gran parte de esta inversión se ha destinado a la adquisición de viviendas, no es menos cierto que también ha estado vinculada a la internacionalización de nuestro tejido empresarial. En cualquiera de los dos destinos, la contrapartida de estas necesidades de financiación, ante la insuficiencia del ahorro interno (a pesar del superávit público) ha sido el déficit por cuenta corriente, que ha llegado a superar el

10% del PIB. Contar con este desequilibrio exterior no es un aspecto negativo en sí mismo (incluso, tiene su aspecto positivo, como es el hecho de que está financiando inversiones en el exterior con una rentabilidad muy superior al coste de financiación), pero sí debe considerarse como una vulnerabilidad ante un shock financiero externo como el que estamos viviendo desde 2007.

En España no se han utilizado todas las innovaciones financieras, sino sólo algunas de ellas. Además, no se ha recurrido a las titulizaciones hi-

EL MAB. UNA PIEZA CLAVE EN LA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO EMPRESARIAL



FERRAN SICART I ORTÍ,
Director general de Política Financera i Assegurances.
Generalitat de Catalunya

El Gobierno de Catalunya ha aprobado un nuevo Acuerdo estratégico para la internacionalización, la calidad de la ocupación y la competitividad de la economía catalana 2008-2011, en el cual se hace énfasis, entre otros aspectos, a la necesidad de crear un entorno favorecedor de la actividad empresarial y de la financiación de la actividad económica.

Las pymes son uno de los pilares fundamentales del tejido productivo catalán, un 98% de las empresas catalanas son pymes. Los dos retos principales de la economía mundial, la globalización y el cambio tecnológico, están configurando un entorno económico donde hace falta, cada vez más, que los países gocen de un tejido empresarial con dimensión suficiente para poder afrontar y conseguir los nuevos retos que se planteen.

De un lado, nos encontramos en un momento de transición en la estructura industrial de nuestra economía; un momento de cambio en los sectores productivos hacia un modelo en que el conocimiento y la investigación, el desarrollo y la innovación juegan un papel central. En este sentido, son muchas las empresas de reducida capitalización, de base tecnológica o no tecnológica, que en muchas ocasiones tienen problemas de financiación y que buscan capital para expandirse.

De otro lado, el cambio del ciclo económico y la difícil situación actual que está pasando el sector financiero hace que haya recortes en la concesión de créditos y un endurecimiento de sus condiciones, acentuado por necesidades de liquidez del sector bancario que genera escasez de crédito y presiones de subida de los márgenes de las operaciones financieras.

En este contexto, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es un mecanismo que abre vías para mejorar la gestión financiera de las empresas y captar nuevos recursos externos para financiar sus inversiones. Desde el punto de vista del Departamento de Economía y Finanzas de la Generalitat de Catalunya este mercado supone una importante oportunidad que debe potenciar.

Algunas de las razones por las que resulta importante continuar avanzando en el desarrollo del MAB son:

- Fomenta la capitalización: puede permitir a la empresa la captación más eficiente de recursos propios y minorar sus ratios de financiación ajena a la vez

que aumentar su solvencia empresarial y, en consecuencia, poder optar en mejores condiciones a fórmulas tradicionales de financiación.

- Favorece el crecimiento: genera vías de crecimiento para las empresas ya establecidas e impulsa el lanzamiento y el desarrollo de nuevos proyectos empresariales (de expansión territorial o de nuevas actividades).
- Fomenta la difusión de su accionariado: constituye un mecanismo para abrir el capital de empresas familiares o de accionariado concentrado a una pluralidad de inversores individuales o corporativos, enriqueciendo la fórmula de participación social en el capital de muchas empresas.
- Proporciona liquidez y valor: se considera como un mecanismo eficaz porque los accionistas de las empresas que allí negocian pueden transmitir sus acciones de forma sencilla, ágil y transparente. También, los mercados alternativos permiten determinar el valor de una empresa al fijar, el mercado, el precio de las acciones.
- Aporta visibilidad: la propia negociación de las acciones de una compañía en un mercado organizado aporta rigor en la disciplina de la empresa y, en definitiva, en su cultura corporativa. Así mismo, una empresa cotizada se considera más transparente y con alto grado de compromiso con los terceros con los cuales se relaciona.

El Departamento de Economía y Finanzas tiene la voluntad de apoyar aquellas iniciativas que persiguen potenciar el desarrollo del MAB como una alternativa de financiación para las empresas de alto crecimiento catalanas, entre otras medidas hay que destacar:

1. Impulso a la creación de incentivos fiscales para los inversores en valores emitidos por empresas cotizadas en el MAB.
2. Promoción y divulgación del Mercado Alternativo Bursátil.
3. Puesta en marcha de una línea de ayudas a las empresas cotizadas en el MAB para contribuir a la financiación de los costes que para ello tenga la participación en este mercado, especialmente para aquellos que llevan a cabo actividades de alto valor añadido.

Esperamos, con ello, potenciar una vía que consideramos clave para la capitalización de las empresas catalanas. ■

potecarias para trasladar el riesgo de crédito (originate to distribute) sino para captar financiación. En los máximos de 2007, las entidades españolas emitieron hasta 150.000 millones de euros en instrumentos de renta fija en los mercados mayoristas internacionales (fundamentalmente cédulas hipotecarias) cuyo destino fue la financiación del proceso de inversión anteriormente comentado.

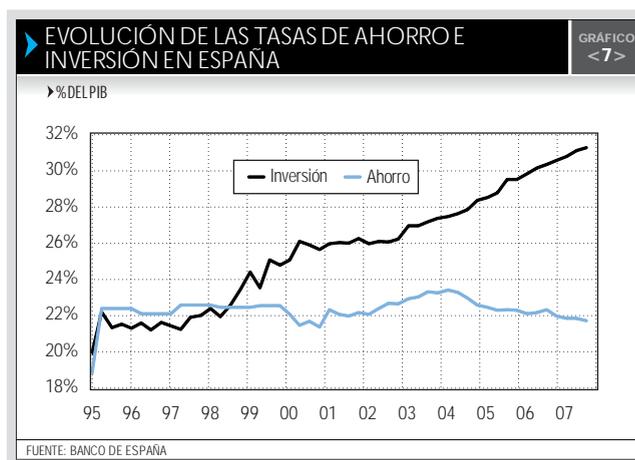
Sin querer entrar en el debate sobre una potencial burbuja inmobiliaria, nos quedamos con el otro destino de la inversión: la internacionalización de las empresas españolas. De forma simplificada, una entidad financiera española podía captar recursos hace 2 años mediante un instrumento de renta fija a 3 o 5 años pagando un diferencial de apenas 5 / 25 pb, y que prestaba a una compañía española que, a su vez, los utilizaba para comprar una empresa en el exterior con un ROE del 20%. Hemos aprovechado, por tanto, el excedente de ahorro de terceros países para, a través de la financiación bancaria, adquirir empresas en el exterior. La estrategia, en términos de diferencial de rentabilidad no tiene crítica. El "fallo" ha venido por la diferencia de vencimientos. Así, la inversión empresarial tiene un horizonte a muy largo plazo, mientras que la financiación mayorista de nuestras entidades vence a corto y medio plazo. Y es este desajuste en los vencimientos el que magnifica el efecto negativo del cierre de los mercados mayoristas (al dificultar y encarecer a nuestro sistema la renovación de la financiación).

En conclusión, la economía española no puede ser ajena a las turbulencias de los mercados financieros. De hecho, el abultado déficit por cuenta corriente puede intensificar el credit crunch si bien, por la estructura de balance del sistema crediticio, éste es menos vulnerable en términos de solvencia. Ahora bien, las restricciones de financiación (vía precio o cantidad) sí van a ser importantes. Es tiempo de reestructurar el pasivo del balance de las empresas y sustituir, en la medida de lo posible, la financiación ajena por los fondos propios.

¿Por qué es oportuno el MAB, aquí y ahora?

En este contexto tan complejo y cargado de retos, BME ha puesto en funcionamiento el tercer segmento del Mercado Alternativo Bursátil destinado a las empresas en expansión. Aunque a priori pueda parecer que el momento no es el más oportuno, encontramos varios argumentos que permiten defender la opinión contraria. Desde el lado de la demanda, porque una tipología

Para salir de la crisis es importante que las **bolsas de valores cumplan una de las funciones para las que se diseñaron**: la captación de fondos propios



de inversores (como las oficinas familiares, por ejemplo) desean contar con alternativas diferentes a los valores bursátiles tradicionales. Desde el lado de las entidades financieras, porque pueden encontrar una nueva fuente de generación de ingresos y de aportación de valor añadido. Por último, para las empresas, porque abre la puerta a una nueva fuente de fondos, precisamente los más necesarios en esta situación: los propios.

BME ya ha realizado el paso previo imprescindible: adaptar las exigencias del MAB a las capacidades de las compañías más pequeñas. Debemos felicitarnos por esta iniciativa que debe considerarse como una de esas reformas estructurales necesarias para un cambio en el modelo de crecimiento. Las autoridades económicas deben ser conscientes de este hecho e incentivar la incorporación de empresas a este mercado. Para ello, se deben tomar medidas desde la administración central, mediante beneficios fiscales, por ejemplo, pero también desde las autonómicas y locales (sufragando el coste del proceso de salida al MAB).

Las exitosas experiencias de Reino Unido, AIM, pero, sobre todo, de Francia, Alternext (ver Cano, 2008), son un elemento adicional para confiar en este mercado.

Papel de las entidades financieras españolas y posibilidades que les ofrece el MAB

Como ya se ha comentado, el impacto de la actual crisis del sistema financiero internacional se está materializando en España a través del canal de la liquidez. A pesar de que el saldo vivo de la deuda pública de la economía española se ha reducido considerablemente durante los últimos años, y con ello, las necesidades de fondos del exterior del Estado, gran parte de la financiación empresarial se ha canalizado mediante la intermediación del sector bancario que, a su vez, ha tenido que recurrir a los mercados internacionales. Los prácticamente cien mil millones de euros anuales que supone el exceso de inversión sobre ahorro interno han sido financiados por el sector bancario mediante emisiones (cédulas y titulizaciones fundamentalmente) en el exterior. Todo ello hasta completar un saldo vivo de financiación mayorista en el entorno de los 800 mil millones de euros, con unas necesidades anuales de aproximadamente 150 mil millones. De esta forma, la dependencia que el sistema financiero español –así como el europeo o el de los países más desarrollados– tiene de la canalización de recursos en los mercados internacionales es muy elevada ■

■ y en cierta medida desconocida en la historia del sistema financiero español. Como consecuencia de ello, y del cierre de los mercados internacionales durante los últimos trimestres, las dificultades de financiación del sistema se han trasladado a la actividad crediticia de las entidades, que ha visto cómo su ritmo de crecimiento disminuía de forma muy significativa.

Pero más allá de las consideraciones específicas que la elevada dependencia de la financiación exterior pueda generar en la actividad crediticia de la economía, no cabe duda de que la crisis actual supone un punto de inflexión en la “forma de hacer banca”. La combinación de la crisis inmobiliaria y la escasez de liquidez, hacen necesaria la búsqueda de nuevos vectores de crecimiento que permitan compensar el menor dinamismo del negocio bancario tradicional.

En dicho contexto, el MAB supone una oportunidad estratégica para las entidades financieras en una triple vertiente. En primer lugar, permitirá a las entidades financieras profundizar su relación con clientes Pymes, ampliando la gama de servicios ofertados. El crecimiento de la empresa a la que la entidad financiera ha acompañado en su proceso

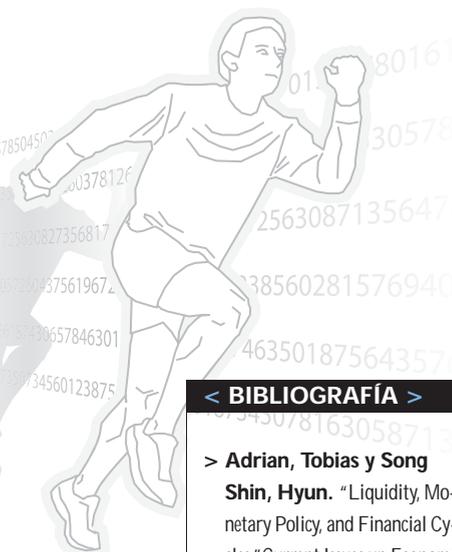
- Disminución del margen financiero tradicional. La rentabilidad unitaria del negocio bancario tradicional continuará mostrando un decrecimiento tendencial. Al encarecimiento de la financiación -tanto mayorista como minorista- es necesario unir la dificultad de repreciar el activo en un mercado tan competitivo como el bancario.
- Menor volumen de negocio tradicional. La actual crisis financiera ya ha comenzado a trasladarse a la economía real. Pero más allá del impacto que pueda tener a corto plazo, el proceso de desapalancamiento que probablemente defina el comportamiento de los agentes durante los próximos años, condicionará el crecimiento potencial de las economías, y con ello el volumen de negocio bancario tradicional.
- Incremento de la base de clientes. En dicho contexto, caracterizado por el menor crecimiento del volumen de negocio gestionado, y la menor rentabilidad unitaria del negocio tradicional, las entidades financieras centrarán sus estrategias en la vinculación de los clientes existentes y la captación de nuevos clientes.
- Desaparición de la banca de inversión internacional. La crisis financiera ha puesto de mani-

El desarrollo del MAB debe considerarse como una reforma estructural imprescindible para el cambio de crecimiento de nuestra economía, así como una herramienta para mitigar los efectos de la contracción de liquidez

de desarrollo debe continuar en el tiempo, incluyendo, en la parte final del ciclo, la participación en su salida a bolsa. En segundo lugar, el MAB permitirá reforzar el tejido productivo de la economía española facilitando la obtención de fondos propios, y así la capacidad de desarrollo y crecimiento de las Pymes españolas. En este sentido, no sólo es relevante el papel que puedan jugar las entidades financieras, sino también el de la administración central y, especialmente, el de las comunidades autónomas, para generar los incentivos adecuados que permitan el mayor desarrollo de estos mercados en un contexto de dificultad para la captación de financiación ajena y de desapalancamiento global de los balances. Y en tercer lugar, y no menos relevante, encontramos la oportunidad que supone el MAB en términos de generación y diversificación de resultados y riesgos para las entidades financieras. El nuevo contexto, más complejo, competitivo y muy distinto al de la última década, hace aún más necesaria la búsqueda de fuentes alternativas de ingresos, que se adecuen a las oportunidades que el nuevo entorno definirá, y que cabe resumir en los siguientes aspectos:

fiesto la dificultad de mantener modelos bancarios especializados. Durante los próximos años posiblemente sea el modelo de banca universal el que nuevamente impere. Como consecuencia de ello, se abre un abanico de posibilidades de negocio que hasta ahora estaban fundamentalmente centradas en los bancos de inversión. En dicho contexto, las entidades tradicionalmente centradas en negocio minorista tienen la oportunidad de poner en valor la cercanía al cliente y la confianza en la entidad financiera para acometer nuevos proyectos, y prestar servicios que hasta la fecha realizaban otros tipos de entidades.

Es en este nuevo escenario donde las entidades financieras deben tener un papel muy importante para el desarrollo de este nuevo mercado y donde deberán combinar tareas de banca de inversión con el servicio más tradicional que han venido ofreciendo a sus clientes. El entorno al que nos enfrentamos es propicio para acometer cambios de envergadura en la gestión tanto bancaria como empresarial y el desarrollo del MAB es un buen instrumento que debe facilitar esta metamorfosis financiera. 



< BIBLIOGRAFÍA >

- > **Adrian, Tobias y Song Shin, Hyun.** “Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles.” *Current Issues in Economics and Finance*. Federal Reserve Bank of New York. Enero / Febrero de 2008.
- > **Bernanke, Ben y Gertler, Mark.** “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”. *Journal of Economic Perspectives*. Volume 9, Otoño 1995. Páginas 27-48.
- > **Cano Martínez, David y Gallardo, Ramiro.** “El impacto del Efecto 2000 en los Mercados Financieros”. *Cuadernos de Información Económica*. Número 151. Octubre de 1999. Páginas 126 – 132.
- > **Cano Martínez, David.** “Análisis de la evolución del Euribor: ¿cómo le afectan las expectativas sobre la futura evolución de la política monetaria?”. *Análisis Financiero Internacional*. Número 126. Cuarto Trimestre de 2006. Páginas 59-69.
- > **Cano Martínez, David.** “Análisis comparativo de las crisis bursátiles. ¿En qué se diferencia la actual?”. *Boletín Económico del ICE*. Número 2932. Del 16 al 29 de febrero de 2008. Páginas 17-27.
- > **Cano Martínez, David** “El AIM británico y el Alternnext francés como referencias para el MaB EE español”. *Análisis Financiero Internacional*. Número 132. Segundo Trimestre de 2008. Páginas 21-29.
- > **FMI. Capítulo 4.** “Financial Stress and Economic Downturns”. *World Economic Outlook*. Páginas 129-158. Octubre de 2008.