

Antonio J. Zoido Martínez\*

# ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS VÍA MERCADO

*La ruptura del excesivo peso de la financiación bancaria en las empresas y la necesidad de un balance financiero general más equilibrado conducirán a mecanismos nuevos de sustitución, de mayor representación del capital y menor de la deuda, y a la utilización de otros activos que puedan soportar los distintos epígrafes del balance de las empresas. La aparición del MAB y del MARF, o instrumentos alternativos similares en otros países, son claramente el síntoma iniciático de la aparición de nuevos mecanismos y de nuevas formas de financiación vía mercado, que hay que potenciar y que responden a la necesidad existente de ampliar los canales a través de los que las medianas y pequeñas empresas con proyectos de crecimientos atractivos pueden obtener recursos financieros.*

**Palabras claves:** financiación, instrumentos financieros, mercados financieros.

**Clasificación JEL:** G15, G31.

## 1. Introducción

La financiación de las empresas ha pasado a ser una seria preocupación para las autoridades económicas en España y en Europa, compartida con los principales organismos internacionales. La mejora de la situación financiera, visible desde mitad del año 2012, está siendo aprovechada sobre todo por el sector público, pero todavía no suficientemente por un colectivo amplio de empresas cuya financiación depende en gran medida de las entidades bancarias, afectadas por factores que están incidiendo sobre su capacidad para proporcionar crédito a la economía.

El debate sobre esta situación se asienta, a su vez, en la ausencia o debilidad de la demanda de financiación, causas también aducidas por otros analistas.

Con especial intensidad en el caso de España, la movilización de nueva financiación empresarial es considerada de forma unánime una condición imprescindible para que los datos positivos que está mostrando la economía española, a partir de la segunda mitad de 2013, se consoliden en términos de crecimiento y empleo.

Las cifras sobre el crédito bancario son suficientemente elocuentes. El saldo de préstamos de las entidades de crédito españolas a compañías no financieras, también españolas, ha caído un 36 por 100 entre el año 2008 y el año 2013, de acuerdo con datos de las Cuentas Financieras de la economía española publicados por el Banco de España.

---

\* Presidente de Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Aparece como deseable el avance hacia un sistema financiero más resistente, equilibrado y flexible que facilite a las empresas el acceso a financiación en diferentes circunstancias. El peso del crédito bancario como fuente casi única de financiación ajena es hoy muy elevado para un amplio colectivo de empresas españolas, en especial aquellas de menor tamaño, que se encuentran con dificultades para hacer frente a las restricciones crediticias.

La búsqueda de soluciones a esta situación es una tarea prioritaria y comienzan a conocerse datos que confirman que el proceso de diversificación de la financiación empresarial en España está en marcha. Son las grandes empresas cotizadas en Bolsa, aquellas que forman parte del IBEX 35®, las que se encuentran en vanguardia de esta evolución y los cambios en su estructura de financiación con mayor peso del capital y menos deuda, y además mayor diversificación de esta deuda, empiezan a ser visibles.

De acuerdo con datos obtenidos a partir del análisis de la estructura del pasivo de 25 compañías no financieras del IBEX 35® entre los años 2010 y 2013, los recursos propios aumentan un 3,6 por 100, mientras la financiación ajena total se reduce un 7,4 por 100. Es precisamente dentro de la financiación ajena donde los resultados son más significativos, la financiación bancaria a largo plazo cae un 34,6 por 100 y la financiación bancaria a corto plazo lo hace un 36,7 por 100. Por el contrario, la financiación de mercado a largo plazo a través de instrumentos de renta fija aumenta un 8,7 por 100 y la financiación de mercado a corto plazo a través de instrumentos también de renta fija se dispara un 65,6 por 100.

Si ampliamos el análisis a las 18 compañías no financieras integrantes del índice bursátil IBEX MEDIUM CAP, que engloba a compañías de menor dimensión que las que forman parte del IBEX 35®, los resultados muestran que, si bien la financiación bancaria a corto y largo plazo crece ligeramente, un 7,3 por 100, entre 2010 y 2013, es la financiación ajena de mercado la que lo hace a ritmos muy elevados. Partiendo de cifras

bajas en 2010, la financiación ajena a través de instrumentos de renta fija a largo plazo aumenta un 110 por 100 y a través de instrumentos de renta fija a corto plazo crece un 959 por 100.

El hecho de que hablemos de un colectivo de empresas españolas muy específico y privilegiado, grandes y medianas empresas cotizadas en el mercado bursátil, obligan a extremar la prudencia a la hora de evaluar hasta qué punto este comportamiento es trasladable al conjunto del tejido empresarial español, caracterizado por la dimensión reducida de las empresas.

En paralelo, el potencial de la Bolsa española para apoyar la financiación de las compañías en forma de capital, a través de distintas fórmulas es significativo. En el año 2013 los nuevos flujos de inversión en acciones canalizados por las empresas cotizadas han superado los 32.000 millones de euros, convirtiendo a la Bolsa española en la cuarta del mundo por este concepto. Un año antes, en 2012, se canalizaron más de 28.000 millones.

Datos y hechos contrastables están en la base del empeño que la Bolsa española está poniendo en los últimos años para extender el potencial de financiación de los mercados a las compañías de tamaño reducido, aquellas que con mayor virulencia están sufriendo restricciones financieras como consecuencia de su dependencia extrema del crédito bancario.

Tanto el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, diseñado para facilitar el acceso de las medianas y pequeñas empresas a los mercados de acciones, como el recientemente creado Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que amplía las opciones de financiación a través de emisiones de renta fija, son respuestas en esa línea.

## **2. La importancia de obtener capital en los mercados de acciones**

Desde la perspectiva económica, una de las funciones primordiales del mercado de capitales, y más concretamente de la bolsa es la de contribuir a la

financiación empresarial. Al compás del crecimiento y desarrollo experimentado por las bolsas y en función de la situación financiera, las empresas recurren en mayor o menor medida a la vía bursátil como alternativa de financiación de sus inversiones, reforzando sus propios recursos.

Con todo, por regla general, el número de empresas cotizadas es escaso, si se compara con el total de empresas existentes en las distintas economías. Esta característica que se repite con más o menos intensidad en todos los países, según la estructura y composición del tejido empresarial de cada uno de ellos, obedece a las dificultades regulatorias y económicas de acceso a este mecanismo de financiación por parte de las empresas de dimensiones medianas y pequeñas, por otro lado las más numerosas.

Tradicionalmente, aparte de la financiación aportada por los socios de una pyme, casi la única fuente de financiación empleada ha sido el crédito bancario. Las pymes españolas no se han acercado al mercado de valores y han consolidado la convicción en la mayoría de los empresarios medianos y pequeños de que no solo la bolsa no era para ellos, sino que no la necesitaban. Este modelo de financiación limita sus potencialidades, y hace a las empresas españolas especialmente vulnerables a una contracción del crédito.

Si comparamos la situación española con la de otros países observamos que nuestra dependencia de la financiación crediticia es exagerada, solo un 20 por 100 de la financiación total se realiza vía mercados, mientras ese porcentaje se acerca al 50 por 100 en el caso de Alemania o Francia y se eleva al 70 por 100 en Estados Unidos. Naturalmente, estos datos son mucho más extremos cuando hablamos de pymes, cuya exposición a los mercados como herramientas de financiación es muy reducida.

En estas circunstancias, abrir vías para la financiación de la pyme a través de fondos propios se convierte en una necesidad. Sin embargo, como veremos más adelante, han de vencerse algunas barreras o impedimentos, entre los que destaca un cambio de

mentalidad en los propietarios de la pyme, que debe traducirse en una nueva forma de administrar e implementar mecanismos de gobierno de la empresa y de producción de información suficientes para los nuevos y potenciales inversores. En este cambio de mentalidad también ha de reducirse el temor a la posibilidad de pérdida de control en la compañía.

Junto a ello, las pymes que accedan a cotizar en los mercados financieros no han de soportar una excesiva complejidad regulatoria ni afrontar elevados costes explícitos (comisiones, honorarios y tarifas) o implícitos (derivados de la generación de más información); además, los mercados han de poner a su disposición mecanismos de negociación más adaptados a las características de menor liquidez bursátil de las acciones de empresas de menor capitalización.

En este contexto, a la vía de la cotización en la bolsa tradicional, se añadió en 2009 la aparición del MAB. Su objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales a empresas de reducida capitalización que presentan amplias necesidades de financiación, precisan poner en valor su negocio y mejorar su competitividad, con todas las herramientas que un mercado de valores pone a su disposición, con una regulación más flexible, diseñada específicamente para ellas, y unos costes inferiores y unos procesos adaptados a sus singularidades.

En referencia a la financiación, el mercado constituye un marco muy adecuado para la obtención de recursos propios, vía ampliaciones de capital y ofertas públicas de suscripción (OPSs), con los que sustentar el crecimiento/expansión empresarial, uno de los objetivos básicos de las empresas en un entorno cada vez más competitivo. El crecimiento de los recursos propios aporta a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción del riesgo financiero, contribuyendo a mantener el equilibrio entre fondos propios y ajenos. Además, las empresas cotizadas tienen la posibilidad de utilizar sus acciones en operaciones corporativas de intercambios accionariales, fusiones y absorciones.

**CUADRO 1**  
**FLUJOS DE FINANCIACIÓN CANALIZADOS POR LAS BOLSAS**  
 (En millones de dólares)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bolsa de Nueva York .....	136.984	280.258	234.177	208.105	111.330	124.244	172.902
Bolsa española (BME) .....	116.770	32.378	20.610	36.870	53.286	36.954	42.344
Bolsa de Hong Kong .....	75.737	54.897	81.367	110.528	63.049	39.375	48.850
Bolsa de Londres .....	92.209	132.332	103.928	59.874	41.224	nd	47.542
Euronext (Europa) .....	nd	195.899	129.197	16.086	20.578	63.874	29.861
Bolsa de Tokio .....	17.185	13.155	65.905	53.441	20.876	63.874	36.754
Nasdaq OMX .....	40.425	9.326	7.966	8.243	10.958	23.313	17.418
Bolsa alemana .....	nd	nd	135	839	3.456	4.892	8.183

NOTA: Incluye ampliaciones de capital, Oferta Pública de Venta (OPV) de acciones iniciales y posteriores y salidas a bolsa son OPV.

FUENTE: Federación Mundial de Bolsas (WFE).

Las empresas cotizadas tienen además la posibilidad de utilizar sus propias acciones como medio de pago en los procesos de fusión y absorción de otras empresas. Al gozar de liquidez en un mercado, los accionistas de la empresa absorbida pueden optar entre permanecer en la nueva compañía fusionada o vender sus acciones en el mercado en cualquier momento. Esta fórmula ha sido utilizada intensivamente por las grandes empresas cotizadas en Bolsa española, cuya financiación obtenida a través de bolsa ha situado a Bolsas y Mercados Españoles (BME) en los primeros puestos entre las bolsas internacionales en los últimos años, como puede verse en el Cuadro 1.

### 3. Barreras de acceso a los mercados de valores

Con carácter previo al análisis de las oportunidades que ofrecen los mercados de valores a las empresas debemos reflexionar brevemente sobre las barreras que han venido encontrando para poder acceder a aquellos.

Cuatro grandes razones se pueden considerar a la hora de explicar este comportamiento. En primer lugar, la abundancia del crédito y la eficacia del sistema bancario en España en los últimos 25 años. Segundo, la reticencia de los empresarios a usar una fuente de financiación que pueda poner en peligro el control de su compañía. Tercero, la mayor transparencia que exige la presencia en un mercado organizado, que implica no solo remitir periódicamente ciertos estados financieros, sino informar puntualmente de cualquier hecho que pueda afectar al valor de la compañía. Y por último, la asunción de unos costes económicos directos o indirectos, que en opinión de algunos empresarios pueden resultar excesivos.

Sobre el sistema crediticio español baste repetir que su eficacia tradicional ha situado al crédito bancario como la fuente de financiación casi exclusiva de la empresa mediana y pequeña en España, lo que se ha tornado en una debilidad con la llegada de la crisis.

Ha quedado claro en los últimos años que esta dependencia excesiva debe compensarse con una mayor apertura a otras fuentes de financiación,

empezando por aquellas vinculadas al capital de las compañías. Y en particular, debe fomentarse el acceso de las empresas a los mercados de valores.

En cuanto al peligro de perder el control de la compañía por haber salido a bolsa, se trata sin duda de un mal entendimiento de la normativa bursátil. Para salir a bolsa solo hace falta que la difusión accionarial entre inversores sea del 25 por 100 del capital. Y en el MAB ese requisito se reduce a una cifra concreta, 2.000.000 de euros. Nadie está obligado a ceder más porcentaje del control que éste.

Una empresa que sale al mercado a financiarse debe cambiar su mentalidad en relación a dos áreas principales: cómo se va a administrar para tener en cuenta a sus nuevos socios (gobierno corporativo) y cómo va a producir y distribuir la información financiera que estos y otros socios potenciales necesitan para tomar sus decisiones. Este cambio es en primer lugar un cambio en la actitud, en la filosofía, en la cultura de la empresa. Pero también debe acompañarse de los necesarios procedimientos para que su gobierno y su transparencia se impliquen en el día a día de la compañía y el circuito de información fluya adecuadamente.

Por último, en cuanto a los costes, no puede menospreciarse su importancia pues, en el extremo, para una empresa muy pequeña (por ejemplo una que desee obtener 10.000.000 de euros en su salida al mercado) pueden alcanzar un 10 por 100 de los recursos obtenidos. Sin embargo, los costes se pagan una sola vez y en las ampliaciones de capital posteriores se reducen sensiblemente. La competencia que irá surgiendo en torno a estos mercados para empresas pequeñas cabe esperar que reduzca estas cifras.

#### 4. Mercados alternativos de empresas de alto crecimiento en Europa. Regulación comparada

Los mercados bursátiles alternativos para empresas de reducida capitalización están comenzando a encontrar su sitio en Europa continental. Si hasta hace

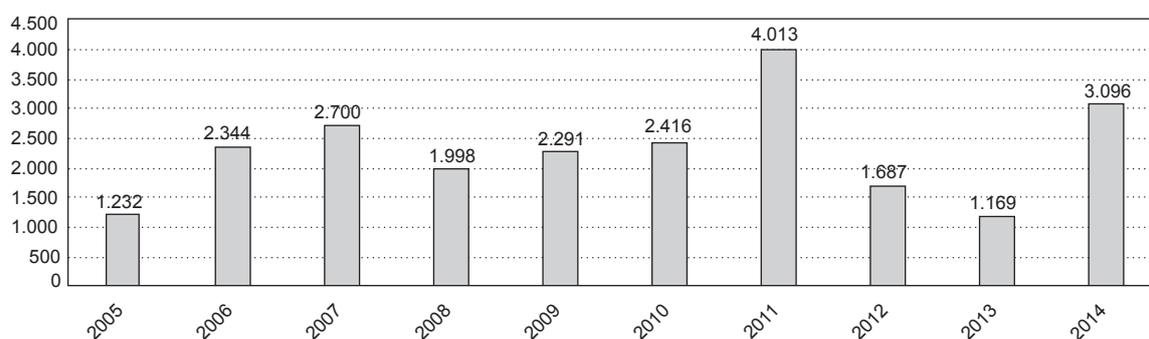
poco solo los países anglosajones contaban con mercados de distintas características, orientados a empresas en crecimiento de tamaño pequeño y mediano que pudiesen calificarse de exitosos, como el Nasdaq en alguna medida o el AIM británico, en los últimos años en Europa continental comienzan a extenderse experiencias que tratan de abrir hueco en los mercados bursátiles a empresas de tamaño reducido.

Esta es la clave del MAB y la alternativa que desde hace años está funcionando en otros países y ha beneficiado a muchas compañías. Una buena referencia es el mercado alternativo londinense, AIM, con una antigüedad de 19 años, por el que han pasado más de 3.000 compañías. En diciembre de 2013, no alcanza este número, sino que ronda las 1.100 debido a la rotación de compañías existente, lo cual es lógico: nos tendremos que acostumbrar a que las compañías vayan al mercado, crezcan, se fusionen, y muchas no tengan éxito, y desaparezcan. Esto es, la movilidad de las compañías en este tipo de mercados es importante.

El AIM inició su andadura en 1995 como un mercado dedicado a empresas del Reino Unido que no tenían los recursos, ni el tamaño, ni la notoriedad suficiente para poder acceder a un mercado de capitales. Después de los diez primeros años dedicado por completo a empresas británicas, comenzó también a ofrecer acceso a las empresas internacionales. El carácter internacional, impulsado por la condición de Londres como plaza financiera global es posiblemente la mayor diferencia de AIM respecto a otras alternativas.

AIM cuenta con una gran experiencia, una regulación consolidada, el apoyo del Gobierno y unos asesores (auditores, abogados, consejeros) que llevan años dedicándose a este tipo de empresas. Pero sobre todo, cabe destacar la mentalidad avanzada del inversor y el empresario anglosajón en lo referente a mercados de valores. El *free-float* o porcentaje de acciones en manos del público supera el 65 por 100 en la mayoría de las empresas de AIM, cosa que no sucede en Europa continental, donde la proporción es la contraria. La capitalización total del AIM es de 76.000 millones de libras.

GRÁFICO 1  
FINANCIACIÓN EN MERCADO DE EMPRESAS NO IBEX35  
(Millones de euros)



FUENTE: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Es importante resaltar la participación relevante de pequeños inversores minoristas, que han llegado a representar el 54 por 100 de la base de clientes.

El otro referente en Europa es Alternext, el mercado alternativo creado en 2005 por NYSE Euronext en Francia, que cuenta, en diciembre de 2013, con 184 compañías y una capitalización de 7.200 millones de euros.

Muchos elementos del diseño del AIM británico o el Alternext francés encajan bien en la mentalidad y las necesidades de empresa e inversores españoles y, en este sentido, se han tenido en cuenta en el diseño del MAB. Como es natural, otras peculiaridades aportan menos ventajas o tienen difícil cabida en la normativa española. En todo caso el diseño normativo de los tres mercados (AIM, Alternext y MAB) es muy similar, como puede comprobarse en el Cuadro 2. Quizás pueda decirse que MAB es algo más exigente con la difusión accionarial previa, al exigir un *free-float* superior a los 2.000.000 de euros y con la necesidad de que el negocio desarrollado por la empresa candidata ya esté en marcha y no sea solo un proyecto.

## 5. Evolución y perspectivas de la financiación de empresas medianas en la bolsa

Puesto que la problemática del acceso al mercado de capitales de las empresas pequeñas no es nueva, es justo mencionar el caso de aquellas que, a través de diversas fórmulas, sí lo han hecho. Hay muchas empresas medianas españolas que han accedido al mercado bursátil y lo han utilizado de modo eficaz. Si analizamos el Gráfico 1, podemos afirmar que la bolsa también ha financiado de modo abundante y en coyunturas difíciles a empresas no tan grandes.

Cuando nos referimos en este artículo a empresas pequeñas en bolsa no queremos decir *small caps*, cuyo valor de mercado (capitalización) puede oscilar entre los 150 y los 1.000 millones de euros, sino *micro caps*, de valor inferior a los 150.000.000 de euros.

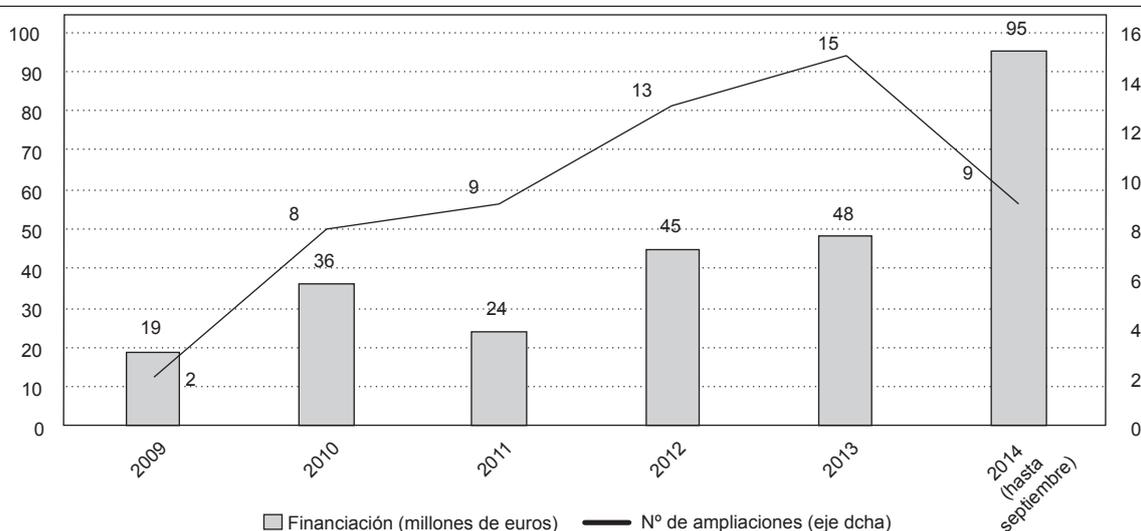
La experiencia del MAB desde su inicio en julio de 2009, es decir con una historia de poco más de cinco años, presenta un balance satisfactorio y permite afirmar que ofrece una ventana recurrente de financiación, a través de recursos propios, en el mer-

**CUADRO 2**  
**COMPARATIVA AIM, ALTERNEXT Y MAB**

Concepto	AIM	Alternext	MAB
Año de inicio del mercado	1995	2005 París 2006 Bruselas y Ámsterdam	2009
Nº de empresas listadas (dic. 2013)	1.087 empresas	184 empresas	23 empresas
Capitalización bursátil (dic.2013)	75.928 millones libras	7.163 millones de dólares	1.677 millones de euros
Requisitos de admisión y registro exigibles a la empresa emisora	No exige mínimo de <i>free-float</i>  No exige nº mínimo de accionistas  No exige antigüedad ( <i>track record</i> )  <i>Admission document</i> o folleto aprobado FSA  Designar <i>Nominated Advisor</i>  Designar <i>broker</i>	<i>Free-float</i> : 2,5 millones de euros si OPV o colocación privada  Nº de accionistas: al menos cinco no relacionados  Cuentas auditadas de los dos últimos ejercicios  <i>Offering Circular</i> o folleto aprobado por AMF  Designar <i>Listing Sponsor</i>  <i>Broker</i> voluntario	<i>Free-float</i> : 2 millones de euros si OPV o colocación privada  Nº mínimo accionistas: varios (sin definir)  Cuentas auditadas tres últimos ejercicios.  Documento informativo o folleto ante CNMV  Contar con un asesor registrado.  Designar un proveedor de liquidez.
Información periódica	Estados financieros anuales auditados  Informes semestrales	Estados anuales auditados  Informes semestrales	Estados anuales auditados  Informes semestrales
Información puntual	Transacciones sustanciales  Transacciones con partes relacionadas  Toma de control inversa ( <i>reverse takeover</i> )  Cambios sustanciales en el negocio.  Agregación de transacciones  Otra información sobre gobierno corporativo, accionistas de referencia, cambios en directores, denominación, domicilio, etcétera	Información relevante  Cambios en la propiedad  Operaciones de la dirección	Toda información relevante (concepto LMV)  Participaciones significativas (+ de 10%)  Operaciones realizadas por administradores y directivos (+ de 1%)  Pactos parasociales que afecten a transmisibilidad o afecten al derecho a voto
Web	Sí	Sí	Sí

**FUENTE: Bolsas y Mercados Españoles (BME).**

GRÁFICO 2  
FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL MAB



FUENTE: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

cado de valores español, también para las pequeñas y medianas empresas en expansión. De este modo, sobre todo en períodos complicados para la obtención de recursos, el MAB se presenta como una herramienta de financiación eficaz, para aquellas empresas con proyectos de crecimiento atractivos.

El conjunto de compañías que han accedido al MAB han obtenido coincidiendo con su salida al mercado, algo más de 84.000.000 de euros y desde su inicio hasta septiembre de 2014, más de la mitad de esas compañías, concretamente 14, han realizado ampliaciones de capital posteriores a su incorporación por un importe conjunto de 183.000.000 de euros, que se ha venido a sumar a los que obtuvieron con la salida al MAB.

En total, más de 267.000.000 de euros de nuevos recursos para financiar la expansión, fusión y absorción de otras empresas e intercambios accionariales son las finalidades de estas operaciones financieras, que refuerzan y proyectan al futuro el papel del MAB

como alternativa de financiación del crecimiento de empresas de reducida capitalización (Gráfico 2).

## 6. Retos para incrementar el papel de la bolsa en la financiación de las empresas medianas y pequeñas

La demanda de acciones emitidas por pequeñas compañías es el punto más débil en la estructura actual de los mercados de valores en el mundo. Los inversores perciben las compañías pequeñas como una opción más arriesgada que las grandes. En consecuencia, exigen un rendimiento mayor o lo que es lo mismo, ofrecen una valoración menor para compensar el riesgo extra. Adicionalmente, un tamaño pequeño y un porcentaje limitado del capital disponible para invertir implican una liquidez reducida. Ambos factores hacen difícil atraer inversión para empresas jóvenes, incluso con alto potencial de crecimiento. El número de inversores dispuestos a asumir riesgos mayores y dificultades de liquidez es

demasiado pequeño: existe lo que en términos académicos se denomina «un fallo de mercado»<sup>1</sup>. Este no es un problema exclusivo de España.

En Estados Unidos las salidas a bolsa de empresas pequeñas (operaciones menores a 25.000.000 de dólares casi han desaparecido: se dividieron por diez a finales de los noventa.

En Gran Bretaña y Francia la situación se ha complicado también desde 2008. El AIM ha perdido casi un tercio de sus empresas y el francés Alternext ha sufrido una fuerte ralentización. A pesar de ello, ambos mercados cuentan con cierta masa crítica inversora, que se reparte entre inversores institucionales especializados e inversores particulares.

Puesto que el reto más importante es la falta de demanda inversora, las propuestas de este artículo se centran en el lanzamiento de fondos especializados y la elaboración de incentivos fiscales que animen a los inversores a considerar estos valores como objetivo para sus carteras. Adicionalmente, ayudaría mucho la creación de un fondo público con el objetivo de invertir en este tipo de compañías. Estas iniciativas están presentes en los dos mercados europeos de referencia. Ambos se han visto alentados con estructuras adecuadas de inversión y con incentivos fiscales muy atractivos, que durante años han impulsado un flujo de dinero privado hacia estos valores pequeños.

Por otra parte, una mejora en el análisis de la información de estas compañías ayudaría a muchos inversores a seleccionar con responsabilidad aquellos valores que mejor se adapten a su perfil y a considerar el riesgo de la inversión con mayor conocimiento. Dos razones explican la falta de atención a estos valores por parte de las casas de análisis. Primera, la evolución de la estructura de los mercados de valores y sus intermediarios, progresivamente más centrados en valores muy grandes, con fuerte liquidez, que puedan

proporcionarles masa crítica suficiente para mantener sus ingresos; y segunda, la reducción de estructura forzada por la crisis, que ha exacerbado esta tendencia y ha provocado el abandono de estos valores por buena parte de las firmas bursátiles.

## 7. Instituciones de inversión colectiva especializadas en empresas medianas y pequeñas

Uno de los mayores problemas para el desarrollo de los mercados alternativos es la escasez de demanda y en particular la ausencia de vehículos especializados gestionados por profesionales, que permitan generar un flujo de financiación estable para las empresas medianas y pequeñas.

Se trata de una barrera que también afecta a las empresas medianas que consiguen cotizar en la bolsa. Hay pocos inversores dispuestos a comprar valores con una liquidez potencialmente baja. Y los que lo hacen a veces no están preparados para ello y a menudo se centran en obtener altos rendimientos en el corto plazo con el consiguiente riesgo.

Un estudio publicado en junio de 2014 bajo el auspicio de la City of London y Paris Europlace destaca la necesidad de potenciar una implicación mucho mayor por parte de inversores institucionales de largo plazo en este tipo de valores. Compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión y otros inversores como *family offices* o fondos soberanos podrían jugar un papel mucho más protagonista en la financiación de empresas medianas y pequeñas. Para incentivarlo el estudio recomienda actuar en varios frentes: examinar los estándares regulatorios, perfiles de riesgo y prácticas de mercado sería imprescindible.

En este sentido, es necesario crear los vehículos adecuados para que tengan acceso eficiente y seguro a dichos mercados de valores no solo los grandes inversores, que disponen de los medios e instrumentos necesarios, sino también el pequeño inversor que carece de ellos. A estos efectos, no solo a nivel na-

<sup>1</sup> En «Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación» (Fundación Estudios Financieros, 2012) CRESPO y G<sup>a</sup> TABUENCA ofrecen una síntesis de la abundante literatura académica.

cional sino internacional, los instrumentos que se han mostrado como los idóneos son los de inversión colectiva, tanto en su forma jurídica de fondo como de sociedad.

Para ello, creemos que sería sencillo introducir una modificación en la regulación española de Instituciones de Inversión Colectiva para definir un nuevo tipo de instituciones especializadas en valores medianos y pequeños, muchos de ellos negociados en mercados alternativos.

#### **a) Incentivos fiscales necesarios para la inversión**

Un incentivo fiscal ha demostrado ser la fórmula más eficiente para atraer fondos dispuestos a asumir un mayor riesgo en valores muy poco líquidos, pero esenciales para el crecimiento de la economía y la creación de empleo. Gran Bretaña y Francia llevan aplicándolos desde hace 17 y 7 años, respectivamente, y la capacidad de sus pymes de financiarse en mercados de valores es una realidad<sup>2</sup>. En Francia los fondos FCPI, incentivados fiscalmente, han recaudado más de 6.000 millones de euros para pymes innovadoras desde su lanzamiento en 1997.

A partir de la experiencia ya conocida, estimamos que el impacto de estos incentivos sobre las cuentas públicas sería neutro o incluso positivo. En cambio, fomentarían la creación de empleo y el aumento de la facturación y de los beneficios en las empresas incluidas en su objetivo de inversión.

#### **b) Creación de un fondo público que participe en las ampliaciones de capital de empresas de reducido tamaño**

Esta inversión podría acompañar a la inversión privada, tanto en el momento inicial de salida al mercado

o en ampliaciones posteriores, propiciando un proceso de coinversión que generaría una confianza mutua entre ambos tipos de inversores. Podría considerarse la aportación de capital nuevo o también redireccionar parte del capital ya captado por fondos públicos de capital riesgo.

Un fondo público tiene menos presión en el corto plazo desde sus partícipes, y puede centrarse en empresas más pequeñas y con ciclo de maduración más largo. Además, tiene mayor capacidad para incorporar criterios sociales para la inversión, como la creación de empleo o el fomento de la innovación<sup>3</sup>.

Para ponerlo en contexto, la inversión pública aportó al capital riesgo más de la mitad de los fondos obtenidos desde España. En concreto, 378.000.000 de euros en 2012 y 170.000.000 en 2013. En 2013 se lanza la iniciativa Fond-ICO Global, un fondo dependiente del ICO que pretende inyectar en el capital riesgo español 1.200 millones de euros entre 2014 y 2017 en cerca de 40 gestoras.

#### **c) Promoción del análisis independiente sobre valores medianos y pequeños y mejora de la información disponible de los mismos**

Los inversores consideran esencial contar con este tipo de análisis, que sin embargo no se produce para valores muy pequeños, al no resultar rentable para las casas de análisis. Las compañías esperan recibir cobertura, pero si su tamaño no lo merece, deben buscarla activamente e incluso pagar por ella.

En este sentido, se enmarca la puesta en marcha de *InResearch* un servicio de análisis independiente para compañías cotizadas promovido por BME y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

---

<sup>2</sup> Véase el trabajo de la CNMV «El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales» (ARCE, LÓPEZ y SANJUÁN, 2011).

---

<sup>3</sup> Como ejemplo en este sentido puede citarse el fondo de capital riesgo creado por el ICF (Instituto Catalán de Finanzas), dotado con 10.000.000 de euros para invertir en ampliaciones de capital de empresas catalanas cotizadas en el MAB.

## 8. Una nueva fuente de financiación de la empresa a través de la renta fija

EL Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) responde a la necesidad existente en España de ampliar los canales a través de los que las medianas y pequeñas empresas pueden obtener recursos financieros, en un contexto en el que muchas de estas empresas están teniendo serios problemas de financiación por efecto de la contracción del crédito bancario, del que han tenido, tradicionalmente, una excesiva dependencia.

El problema se agudiza tras la crisis con la normativa que será aplicable a las entidades bancarias que, en suma, se traducirá en una mayor selección de los proyectos a financiar por parte de estas entidades y una reducción en términos generales de los plazos.

A ello se añaden en estos últimos años las consecuencias del denominado efecto *crowding out* que ha supuesto el desvío masivo de la financiación hacia el sector público, con el consiguiente drenaje de fondos disponibles para el sector privado.

Los mercados de Renta Fija están siendo utilizados intensamente en estos momentos por un gran número de compañías —como demuestra el elevado número de emisiones lanzadas en los últimos meses— que recurren a los mercados de capitales como fuente de su actividad de captación de financiación. Varias compañías, que nunca antes habían emitido renta fija, han aprovechado por primera vez la oportunidad que les ofrecen los mercados de bonos para realizar sus primeras emisiones, con notable éxito y afluencia de inversores en las colocaciones.

El Gobierno español, en línea con lo que sucede en los restantes países europeos, se propuso animar a la creación y desarrollo de aquellas infraestructuras que fueran necesarias para el incremento de las fuentes de financiación para las empresas medianas y pequeñas, dando así cumplimiento a los requerimientos de la UE. BME respondió desarrollando, en coordinación con el Ministerio de Economía y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) el marco jurídico y

tecnológico de un nuevo entorno de mercado que facilitase el acceso a la emisión de instrumentos de renta fija, lo que culminó con el lanzamiento del MARF en octubre de 2013.

El MARF aspira a ser, por tanto, una fuente de financiación complementaria al crédito bancario y a otras fuentes de recursos financieros, a través de la emisión de activos de renta fija y puede tener especial significación y alcance en un momento en el que en los mercados de Deuda se abren ventanas de oportunidad y mejora la consideración internacional de la Marca España y de sus empresas, lo que facilita el acceso a los mercados.

En cualquier caso, se configura como un proyecto de futuro, estable y con pervivencia en el tiempo para todas las circunstancias, no solo como un instrumento válido para una coyuntura de restricción de crédito.

Estaremos contribuyendo con ello a generar mayores dosis de confianza respecto a la capacidad de financiación de la economía española y completar el abanico de canales para la obtención de recursos por parte de aquellas empresas con capacidad y perspectivas de expansión, que puedan formar parte activa del tejido empresarial del futuro en España. Al mismo tiempo, el MARF ofrece a los inversores institucionales nuevas opciones de inversión para sus carteras.

La creación de este nuevo mercado alternativo de renta fija en España se ha producido en paralelo con los desarrollados por otros países europeos que han puesto en marcha iniciativas similares, entre ellas, el caso de Alemania, país en el que la Bolsa de Stuttgart está siendo especialmente activa a través de la plataforma BondM; Francia, con la puesta en marcha de un segmento de renta fija para empresas de menor tamaño en Alternext; o Noruega, a través de la plataforma Nordic ABM, perteneciente a la Bolsa de Oslo.

Para desarrollar este nuevo mercado alternativo, el Gobierno ha realizado un esfuerzo importante mediante numerosas modificaciones normativas de gran calado, así como otorgando incentivos fiscales, imprescindibles

**CUADRO 3**  
**EMISIONES REALIZADAS EN EL MERCADO ALTERNATIVO DE LA RENTA FIJA (MARF)**

Emisor	Importe (euros)	Activo	Plazo (años)	Tipo interés (%)	Sector
Copasa .....	50.000.000	Bonos	5	7,50	Construcción de infraestructuras
Tecocom .....	35.000.000	Bonos	5	6,50	Tecnología
Elecnor .....	100.000.000*	Pagarés	—	—	Infraestructuras - energía
Tubacex .....	29.000.000*	Pagarés	—	—	Materiales básicos - acero
Europac .....	50.000.000*	Pagarés	—	—	Materiales básicos, papel y cartonaje
Ortiz .....	50.000.000	Bonos	5	7,00	Construcción de infraestructuras y servicios
Eysa .....	75.000.000	Bonos	7	6,88	Concesiones

NOTA: \* Importe máximo del programa

FUENTE: Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

para hacer atractivo el acceso a este mercado, tanto a emisores como a inversores.

Las empresas que acuden al MARF se beneficiarán de un buen número de ventajas. En primer lugar, unos requerimientos más flexibles, lo que se traducirá en una mayor agilidad y rapidez en los trámites, así como en unos menores costes.

Es un mercado que ofrece una gran flexibilidad a quienes acuden a él, ofreciendo una amplia variedad de posibilidades que van desde los activos de renta fija a medio y largo plazo, hasta los pagarés de empresa a plazos cortos —de 6 a 18 meses—, pudiéndose obtener recursos a través del MARF para distintas finalidades: desde las necesidades de circulante hasta la financiación de proyectos concretos que serían difícilmente financiados de otro modo.

La notoriedad y visibilidad que brindan a los emisores es un factor adicional de gran importancia, ya que permite establecer vínculos sólidos con la comunidad financiera y facilita el recurso futuro a los inversores en

condiciones de mayor confianza. Junto a ello, las empresas que optan por financiarse a través de la emisión de renta fija en este mercado, además de diversificar sus fuentes de financiación, obtienen una mayor estabilidad y control de sus capacidades financieras, como han reconocido algunos de los que ya han emitido en el MARF.

Los potenciales emisores del MARF deben considerar este proceso, adicionalmente, como algo beneficioso y favorable para sus compañías, ya que el esfuerzo de análisis y elaboración de documentación puede ayudarles a objetivar mejor sus parámetros de gestión y financiación así como de gobierno corporativo.

Con todo, debe quedar claro que se exigirá al emisor la información necesaria para el análisis que los inversores requieren de toda emisión y para garantizar la necesaria confianza sobre los valores que cotizan en este Mercado. En todo caso, entre los requisitos imprescindibles que se exigen a todo emisor para

**CUADRO 4**  
**MIEMBROS DEL MARF**

BBVA	GVC Gaesco
Banco Sabadell	Caja de Ingenieros
Bankia	Auriga
NCG Banco	Bekafinance
Renta 4 Banco	Norbolsa
Ahorro Corporación	CaixaBank
Santander	Banca March
Banco Popular	Espirito Santo Investment Bank

**FUENTE: Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).**

**CUADRO 5**  
**ASESORES REGISTRADOS EN EL MARF**

Arcano	Ahorro Corporación
Banco Sabadell	Riva y García
Solventis	GVC Gaesco
AFI	VGM Advisory Partner
KPMG	Auriga
Didendum	Banca March
Deloitte	PwC
Renta 4 Banco	Norbolsa

**FUENTE: Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).**

acceder al MARF se incluye el de disponer de una calificación o *rating* para las emisiones, *rating* que deberá ser otorgado por entidades especializadas, registradas y certificadas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés).

Resulta también de gran importancia que los inversores institucionales, a los que va dirigido este mercado, adquieran confianza en sus posibilidades y en la garantía que puedan ofrecer las emisiones que en él se produzcan, y vayan estableciendo con sus decisiones de inversión qué emisiones les resultan más atractivas y qué rentabilidades exigen, algo que también dependerá del activo que el emisor elija y de los plazos a los que se emita.

BME viene desarrollando durante estos primeros meses de vida del MARF una amplia labor informativa acerca de las características de este mercado, tratando de que el mayor número de empresas puedan acercarse a él y conocer las posibilidades que les ofrece de cara a su financiación. Sabemos que deberemos continuar con esta tarea durante un período aún largo, pero hemos comprobado de forma satisfactoria que los primeros frutos comienzan a llegar y son varias las

compañías que han optado por lanzar sus emisiones de renta fija en el MARF.

Lógicamente, las empresas que acudirán al MARF deben ser empresas sanas y solventes, con potencial de expansión, que desean ampliar y diversificar sus fuentes de recursos financieros.

Aspiramos a que el MARF se consolide como una herramienta de trabajo para la gestión financiera y que ofrezca nuevas oportunidades, facilitando su crecimiento y contribuyendo al mismo tiempo a generar nuevos canales de financiación para el tejido empresarial español (Cuadros 3, 4 y 5).

### Referencias bibliográficas

[1] ARCE, O.; LÓPEZ, E. y SANJUÁN, L. (2011): *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*, CNMV, Madrid.

[2] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2010-2013): *Informes Anuales de Mercados* BME, Madrid.

[3] BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2014): Consultado abril 2014 en <http://www.bolsasymercados.es>

[4] CRESPO, J. L. y G<sup>a</sup> TABUENCA, A. (2012): *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*, Fundación de Estudios Fiancieros (FEF) Madrid.